

L'instabilità bancaria: recenti sviluppi teorici ed empirici

Giuseppe Marotta*

Dipartimento di Economia Politica
Università di Modena e Reggio Emilia

Ottobre 2003

Sommario:

Il processo di consolidamento dell'industria bancaria e di formazione di conglomerati e lo sviluppo del mercato del trasferimento del rischio di credito hanno potenzialmente ricadute significative sulla riflessione teorica circa il ruolo delle banche. L'impatto è stato di fatto sinora piuttosto contenuto, in parte presumibilmente a causa del rinnovato interesse per la comprensione delle cause delle molteplici crisi bancarie verificatesi anche in periodi recenti in molti paesi emergenti, con una struttura finanziaria incentrata su banche commerciali tradizionali. Con riguardo a questo modello di intermediario, lavori recenti mostrano come la creazione di liquidità origini da entrambi i lati del bilancio e sia la conseguenza della fragilità finanziaria insita nella raccolta con depositi a vista, precedentemente indicata come causa del rischio di corse agli sportelli. Un'implicazione importante è che si debba procedere con cautela nel disegnare assetti di regolamentazione prudenziale bancaria mirati alla protezione dei depositanti,

*marotta@unimore.it

1. Introduzione*

La regolamentazione finanziaria prudenziale¹ si è storicamente rivolta soprattutto alle banche, sia pure ricorrendo a strumenti diversi negli Usa e in Europa. Nell'ultimo quarto di secolo, tuttavia, anche a seguito della riduzione della proprietà pubblica in Europa, della convergenza nella regolamentazione strutturale sulle due sponde dell'Atlantico e dell'aumentata competizione internazionale, la gamma dei principali strumenti di regolamentazione è divenuta simile: assicurazione dei depositi, requisiti patrimoniali, prestito di ultima istanza (Marotta 2003a). Questi sviluppi si sono verificati mentre cresceva il ruolo dei mercati finanziari per la raccolta e l'investimento di fondi da parte di famiglie e imprese, ricorrendo all'opera di investitori istituzionali e riducendo la quota dei tradizionali prodotti bancari – depositi e prestiti – nei loro bilanci.

Queste tendenze, pur se con innovazioni significative, non sminuiscono tuttavia la specificità dell'istituzione bancaria ai fini della stabilità finanziaria, e ciò per una serie di motivi: 1. il ruolo come istituzione specializzata nel creare liquidità, nel fornire fondi a prenditori – in particolare imprese piccole/giovani e famiglie - che hanno difficoltà ad approvvigionarsi direttamente sui mercati e a garantire linee di credito a grandi operatori attivi sui mercati finanziari e dei derivati, nel promuovere e standardizzare innovazioni finanziarie, per renderle oggetto di transazione sui mercati; 2. l'importanza crescente dei sistemi di pagamento all'ingrosso, infrastruttura indispensabile per il funzionamento ordinato dei mercati finanziari, incentrati sulla movimentazione di moneta bancaria e sul ricorso al credito infragiornaliero della banca centrale; 3. le numerose crisi finanziarie verificatesi sia nei paesi sviluppati sia in quelli emergenti e in via di sviluppo nel corso dell'ultimo quarto di secolo sono state prevalentemente crisi bancarie.

Le modifiche intercorse nell'industria giustificano una rivisitazione della logica dell'assetto di regolamentazione prudenziale venutosi a determinare a partire dai primi anni '90, un riferimento temporale che può essere motivato dall'approvazione del FDICIA negli USA (1991), dall'adozione generalizzata dei requisiti patrimoniali per il rischio di credito (dal 1992), dalla direttiva comunitaria sull'assicurazione dei depositi (1994).

Il quadro concettuale all'interno del quale muoversi a tale fine è fornito dalle risposte alla domanda all'origine del filone moderno sulla teoria della banca - in cosa sono speciali le banche rispetto agli altri intermediari? – e da una disamina della loro plausibilità in relazione, in particolare,

* Il lavoro, realizzato nell'ambito del progetto di ricerca cofinanziato dal MIUR *Concentrazione e concorrenza nel sistema bancario*, è un capitolo di una monografia, con Francesco Vella come coautore, dal titolo: *La regolamentazione finanziaria prudenziale: nuove prospettive tra economia e diritto*.

¹ Il termine regolazione sussume, per comodità espositiva, sia l'attività di regolamentazione vera e propria - determinazione delle regole -, quando questa non sia svolta da organi politici, come è il caso spesso del Ministero del Tesoro o delle Finanze, sia quella di supervisione – controllo del rispetto delle regole ed eventuale attività sanzionatoria – sulle istituzioni finanziarie.

alla crescente importanza del mercato per il trasferimento del rischio di credito e alla formazione di conglomerati finanziari. Così, dopo aver fornito un sintetico quadro informativo delle principali tendenze dell'industria (par. 2), nel lavoro si analizzano alcuni modelli che si propongono di fornire una spiegazione della fragilità finanziaria della banca tradizionale, caratteristica che sarebbe all'origine della sua capacità specifica di creazione di liquidità, e di individuare di conseguenza alcune controindicazioni di assetti di regolamentazione prudenziale, per la protezione dei depositanti, che mirino a ridurla (par. 3). La banca commerciale al centro di questi modelli risulta tuttavia un termine di riferimento messo in discussione, almeno nei paesi avanzati, a causa della diffusione di modalità per trasferire il rischio di credito con transazioni di mercato e della formazione di conglomerati finanziari con operatività internazionale, che tendono ad accrescere il potenziale di crisi sistemiche (par. 4 e Appendici 1 e 2). Nel par. 5 si traggono alcune implicazioni sul disegno della regolamentazione prudenziale; il par. 6 conclude.

2. Alcuni fatti stilizzati sull'evoluzione dell'industria bancaria

Ci si concentra qui solo su alcuni aspetti dell'evoluzione recente dell'industria finanziaria, e in particolare quella bancaria, che rilevano per il tema della regolamentazione prudenziale.

1. *Despecializzazione funzionale.* La seconda direttiva bancaria comunitaria ha rimosso di fatto i vincoli - per scadenza, per tipo di attività, per settori d'intervento - presenti in diversi paesi europei e legittimato il modello della banca universale tedesca, abilitata a operare, anche nell'ambito di una struttura organizzativa multidivisionale, sull'intera gamma dei prodotti finanziari, fatti salvi alcuni vincoli relativi a soglie massime di possesso del capitale in imprese non finanziarie o assicurative. Negli Stati Uniti, il Gramm-Leach-Bliley Act del 1999 ha abolito lo storico steccato posto nel 1933 dal Glass-Steagall Act tra banche commerciali e banche d'investimento (ma senza innovare circa la separatezza rispetto al comparto assicurativo); tenuto conto della rimozione delle residue barriere all'operatività sull'intero territorio nazionale derivante dal Riegle-Neal Act del 1994 si sono così create le premesse, anche in quel paese, per un modello di banca universale, pur con il vincolo di una struttura organizzativa da holding finanziaria, con società distinte a seconda dell'attività prevalente; Marotta 2003b).

2. *Consolidamento dell'industria finanziaria.* Diversi fattori concomitanti (elevati costi fissi per usufruire della tecnologia dell'informazione, liberalizzazione dei mercati dei capitali, mercato unico dei servizi finanziari nell'UE e costituzione dell'UME, privatizzazioni di banche, boom dei mercati borsistici che ha creato un ambiente favorevole ad acquisizioni e fusioni, modifiche nella regolamentazione strutturale ed armonizzazione internazionale dei requisiti di capitale) hanno comportato significativi aumenti del grado di concentrazione sui mercati nazionali

e, a livello internazionale, su specifici comparti, in particolare nei derivati².

In un ristretto arco temporale, 1995-2000, la quota dei conglomerati, ovvero delle società che operano su almeno due dei principali comparti finanziari (banche, assicurazioni, società di investimento) tra le 500 maggiori società finanziarie è passata dal 42 al 60 per cento in termini di attivo (dall'88 al 92 per cento tra le prime 50). Negli Usa e nell'Europa occidentale si è registrato un aumento dell'incidenza dei conglomerati dal 42 al 61,5 e dal 61,7 al 73,5 per cento come numero e dal 78,6 al 73 e dall'89,4 al 91,6, rispettivamente, in termini di attivo. Tra i conglomerati prevalentemente bancari la quota in termini di attivo è passata dal 75,1 all'86,5 per cento; più contenuta è la dinamica per quelli prevalentemente presenti nel settore assicurativo (De Nicolò *et al.* 2003).

3. *Ridotta incidenza dei tradizionali prodotti bancari.* La composizione delle attività finanziarie delle famiglie si è modificata, con una riduzione della quota dei depositi a favore di strumenti di natura azionaria, prevalentemente tramite forme di risparmio gestito (fondi pensione, fondi comuni, gestioni patrimoniali) piuttosto che con possesso diretto, in relazione alla maggiore complessità nella gestione di portafoglio creata dalla nascita di strumenti ibridi e di derivati (Guiso *et al.*, 2001). Anche tra le passività delle imprese si è ridotta la quota dei prestiti bancari, pur se in questo caso, in particolare negli Stati Uniti, spesso a favore di altri strumenti forniti dalle banche tramite poste fuori bilancio, come linee di credito (*loan commitments*) e lettere di garanzia.

4. *Sistemi di pagamento.* Servizi di cash management associati a carte di debito, fondi comuni monetari, servizi di brokeraggio, moneta elettronica stanno erodendo il ruolo delle banche come offerenti di servizi di pagamento al dettaglio, anche se rimane vero che i saldi finali sono regolati con la moneta bancaria. Sempre più rilevante è invece, anche in relazione alla crescita dei mercati finanziari, il ruolo dei sistemi di pagamento all'ingrosso, a compensazione netta e, progressivamente, a regolazione lorda, in cui la controparte delle singole banche è la stessa banca centrale, erogatrice di prestiti infragiornalieri per garantire il completamento delle transazioni (vedi Appendice 1).

5. *Mercato per il trasferimento del rischio di credito.* La diffusione di tecniche di cartolarizzazione, che consentono la rimozione dai bilanci delle banche maggiori dei prestiti a basso grado di rischio o ricombinati in panieri sufficientemente diversificati o di trasferimento del puro rischio di credito (vedi par. 4.1 e Appendice 2), unita alla maggiore propensione delle imprese primarie a raccogliere direttamente fondi dai mercati, tende a modificare la composizione media dell'attivo e, al suo interno, del portafoglio prestiti. Aumentano in particolare i prenditori medi-

² Tra il 1995 e il 2000 la quota di mercato delle maggiori 3 (5) banche è cresciuta dal 49 al 53 e dal 34 al 37 per cento nell'Europa occidentale e nel Canada e negli Stati Uniti, rispettivamente (dal 61 al 66 e dal 51 al 58); De Nicolò *et al.* (2003). Per dati sui mercati dei derivati si veda il par. 4.1.

piccoli, che dipendono in misura prevalente dal canale bancario per la raccolta di fondi, e/o operanti nei paesi meno avanzati. Sotto il profilo specifico dell'intermediazione bancaria, il trasferimento del rischio di credito modifica in un reticolo contrattuale la relazione tradizionale in cui la banca agisce da doppio intermediario, erogando fondi al prenditore finale e raccogliendone dai depositanti e da altri datori. All'originaria relazione si aggiungono infatti quelle che sorgono tra le controparti dirette sul mercato del trasferimento del rischio e tra il venditore di protezione e i suoi creditori/azionisti, mentre la maggiore opacità dei bilanci dell'acquirente di protezione complica la possibilità di monitoraggio da parte dei suoi creditori (CGFS 2003; vedi par. 4.1).

6. *Più ricavi da servizi, meno interessi.* Nonostante la flessione sugli stocks di attività e passività finanziarie per gli strumenti di matrice bancaria, l'incidenza in termini di valore aggiunto dell'industria nei paesi avanzati non è sostanzialmente mutata, perché la flessione del margine d'interesse determinata dalla contrazione relativa di prestiti e depositi è stata compensata dalla crescita delle poste delle commissioni e di altri proventi derivanti dall'attività sui mercati finanziari, tra cui quella della partecipazione al sistema dei pagamenti. Nel caso UE ciò si è realizzato perché le banche hanno ampliato la gamma della loro operatività, in modo diretto o controllando gli operatori non bancari, specie nell'asset management (Cabral *et al* 2002).

A fronte di questi sviluppi è ancora giustificato individuare una specificità della banca rispetto ad altri operatori finanziari, tale da motivare una regolamentazione prudenziale speciale? In secondo luogo, anche se così fosse, lo sarebbe ancora in relazione alle caratteristiche che ne hanno motivato uno incentrato, in particolare, sull'assicurazione dei depositi e sul credito di ultima istanza? Nel paragrafo seguente si esamina come esista un tradeoff tra modalità di regolamentazione volte a mitigare la fragilità finanziaria della banca, potenziale causa di una sua crisi, e la capacità di creare liquidità.

3. Specificità della banca

I rischi inerenti all'attività bancaria sono essenzialmente riconducibili alla *fragilità finanziaria* di un intermediario per il combinato disposto di un'elevata leva (passivo con vincolo di debito in proporzione al patrimonio) e del diritto di prelievo a vista dei depositi. Ove la banca non sia in grado di far ricorso a riserve di liquidità o di attingere al mercato interbancario o alla banca centrale, si espone al rischio di non essere in grado di soddisfare i suoi obblighi contrattuali, con ricadute negative immediate sui depositanti e sui debitori e indirette sul funzionamento del sistema dei pagamenti e sul patrimonio di legami fiduciari stabilitisi in particolare con i debitori.

La fragilità finanziaria della banca va tenuta distinta dal rischio di fallimento di un generico operatore, perché essa è logicamente e storicamente connessa al duplice ruolo che i depositi a vista

svolgono come strumento di raccolta di fondi e come moneta fiduciaria in un sistema a riserva frazionaria, a fronte di un attivo almeno in parte altamente illiquido. Di fatto, come l'esperienza dell'ultimo quarto di secolo in molti paesi, avanzati e non, ha mostrato, ogni crisi finanziaria seria è essenzialmente una crisi bancaria, e la ricostituzione della fiducia nel sistema bancario è il prerequisito per uscirne.

La ricognizione delle ragioni logiche che sottostanno al dato storico della fragilità finanziaria è un elemento che contraddistingue il filone di letteratura, limitato prevalentemente a schemi microeconomici con al centro il singolo intermediario, che a partire dai classici lavori di Diamond-Dybvig (1983) e Diamond (1984) si è posta la domanda del perché le funzioni di emissione di depositi a vista e di erogazione di prestiti siano compresenti presso la stessa istituzione. E' da sottolineare che questa letteratura, quasi esclusivamente di matrice statunitense, è maturata contemporaneamente alla crisi delle casse di risparmio negli anni '80, quando ancora vigeva, ereditata dagli anni '30, la separazione tra banche commerciali, con una bassa diversificazione geografica, e d'investimento. Dal punto di vista di un paese dell'UME, questa letteratura può quindi sembrare eccessivamente rivolta all'analisi di una fondamentale, ma parziale, modalità di funzionamento della banca universale, un'istituzione che ha sopperito di fatto al ruolo svolto dai mercati finanziari negli USA nel collegare datori e prenditori di fondi. E' da tener presente tuttavia che la matrice statunitense dei principali strumenti della regolamentazione prudenziale, *in primis* l'assicurazione dei depositi e i requisiti patrimoniali, finisce per condizionare anche la scelta della letteratura teorica da assumere come riferimento³.

3.1 Una breve rassegna della letteratura

La letteratura fondata sul paradigma delle asimmetrie informative ha oscillato, nell'individuare la specificità della banca tra gli operatori finanziari e rispetto ai mercati, tra il privilegiare il lato del passivo e quello dell'attivo. Nel primo caso l'attenzione si è incentrata sulla produzione di liquidità, tramite l'emissione di depositi a vista, e sulle implicazioni in termini di corse agli sportelli, da parte di depositanti che vogliono prevenire alterazioni nel *quantum* e nel quando pattuiti sul rimborso dei loro depositi; nel secondo caso, invece, ci si è soffermati sul ruolo di produzione di informazione – selezione e monitoraggio - sui prenditori, e sulle conseguenze sul finanziamento di progetti d'investimento i cui titolari hanno difficoltà di accesso diretto ai mercati finanziari a causa di asimmetrie informative e di costi di agenzia. Sotto il profilo della

³ Fanno eccezione ad esempio diversi lavori di Hellwig (1991, 1995, 2003), da un lato critici, alla luce dell'esperienza tedesca, sul connotato di esclusività nel rapporto banca-impresa presupposto dalla letteratura sul *relationship lending*, dall'altro attenti ai nessi tra la fragilità finanziaria della singola banca che raccoglie con depositi a rendimento predeterminato e il rischio sistematico (vedi par. 3.2).

regolamentazione prudenziale, nel primo caso si sono poste le basi per l'analisi dei meccanismi di prevenzione delle corse agli sportelli, nel secondo quelle per l'esame dei costi e dei benefici di rapporti di clientela banca-impresa (*relationship lending*) e per il confronto tra sistemi finanziari bancocentrici o basati sui mercati.

Più specificamente, in Diamond-Dybvig (1983; DD d'ora in poi) si considerano il servizio di assicurazione contro rischi di carenza di liquidità, intesa come disponibilità, immediata e a discrezione, di moneta in ammontare predeterminato – capitale ed eventuali interessi - fornito ai titolari di depositi a vista, per dato attivo “illiquido”, perché costituito da prestiti ad alta intensità di informazione privata, e le conseguenti implicazioni in termini di corse agli sportelli e di strumenti volti a prevenirle (sospensione della convertibilità da depositi a moneta, assicurazione dei depositi, prestito di ultima istanza)⁴. In Diamond (1984) la preferibilità a livello sociale dell'intermediazione rispetto a finanziamenti diretti è motivata sotto una duplice profilo. Il primo è quello delle economie di scala nell'attività di monitoraggio *ex-post* nei confronti del debitore se svolto dalla banca, perché si eviterebbe di incorrere nelle duplicazioni che si genererebbero se invece a farla fossero i singoli piccoli finanziatori. Il secondo è che la banca, per risolvere il problema di agenzia con i propri datori, che non vogliono a loro volta svolgere un'attività (costosa) di monitoraggio su di essa, emette strumenti di debito (senza che però ne sia specificata nel modello la natura, se a vista o a tempo), di fatto privo di rischio, perché hanno in contropartita un portafoglio prestiti sufficientemente diversificato date le sue dimensioni elevate⁵. In Calomiris-Khan (1991) si interpreta il debito a breve termine (ma non specificamente quello a vista, come i depositi), come un efficace strumento di controllo sul comportamento dei managers e degli azionisti di controllo, perché riduce la durata dei periodi durante i quali possono sottrarsi a un vaglio non dovendo ricercare fondi esterni. In Gorton-Pennacchi (1990) si fornisce una giustificazione al ruolo dei depositi come strumento di pagamento a partire dalla nozione di liquidità intesa come contenimento dei costi di transazione nello scambio: in un contesto di asimmetrie informative e di rapporti di agenzia, l'uso di strumenti finanziari diversi dalla moneta legale o da quella bancaria, per ipotesi coperta da assicurazione, attribuirebbe al soggetto in possesso di informazioni privilegiate un vantaggio che potrebbe indurre la controparte a non accettare lo scambio, per timore di venirsi a trovarsi *ex-post* con un valore nominale inferiore a quello inizialmente pattuito.

In tutti questi contributi non risulta evidente perché le funzioni di intermediazione di volta in volta analizzate non possano essere svolte egualmente bene da un (grande, per consentire

⁴ Per un'esposizione semplificata si rinvia a Bagliano-Marotta (1999), cap. 6.

⁵ Per un'esposizione semplificata si rinvia a Bagliano-Marotta (1999), cap. 5.

un'adeguata diversificazione del rischio⁶ non sistematico) operatore che eroghi finanziamenti e svolga attività di monitoraggio finanziandosi con strumenti a breve termine (si pensi ad esempio a una *holding* rispetto a prenditori costituiti da controllate). L'unico elemento che indica la banca è l'implicita assunzione di una maggiore leva finanziaria, un fatto stilizzato che potrebbe essere giustificato non in astratto, quanto per l'esistenza dell'istituto dell'assicurazione, implicita od esplicita, dei depositi, che rende questa forma di raccolta di fondi priva di rischio per il datore⁷.

In Fama (1985), la connessione logica del passivo, comprendente una quota di depositi a vista, con un portafoglio prestiti all'attivo viene individuata nel vantaggio comparato per la banca, rispetto ad altri operatori finanziari, nel raccogliere informazioni privilegiate sui debitori attraverso la gestione dei loro movimenti di cassa: l'erogazione di prestiti per questo motivo ha un valore segnaletico per il mercato – e dunque per i sottoscrittori di carta commerciale e di obbligazioni emesse dalle imprese – di una buona valutazione del merito di credito. I (grandi) prenditori di fondi, d'altro canto, sarebbero disposti, per ottenere questo *rating* implicito, a sopportare oneri maggiori sui prestiti, originati dagli obblighi di riserva per le banche, rispetto a quanto dovrebbero pagare sui finanziamenti diretti di mercato⁸. L'obiezione di Garber-Weisbrod (1990) è che questa argomentazione non tiene conto che a emettere carta commerciale sono imprese primarie, note al mercato, rispetto alle quali il valore segnaletico della concessione di *loan commitments* è trascurabile; inoltre, quest'ultima è di solito associata emissione di carta per dar modo al prenditore di poter eventualmente rimborsare alla scadenza senza essere vincolato al rinnovo della carta stessa. L'uguaglianza nel rendimento dei CD e della carta, punto di partenza del ragionamento di Fama, dipende quindi in realtà dal fatto che il prenditore deve almeno in parte sostenere l'onere economico delle riserve (obbligatorie e libere) perché la banca sia in grado di potere, a richiesta, fornire

⁶ Il ruolo della diversificazione del rischio nella letteratura bancaria individua uno dei principali elementi di tensione rispetto alla letteratura di finanza. L'indicazione normativa a favore della diversificazione del portafoglio prestiti trova giustificazioni nell'ipotesi che il rischio (di credito) non sistematico sia un dato esogeno rispetto al finanziatore; tuttavia, se la banca è in grado di acquisire abilità particolari nell'ambito di rapporti di clientela che rimuovono elementi di asimmetrie informative ex post e la rendono più efficace nella contrattazione sulla ripartizione dei proventi del progetto di investimento, sembrerebbe preferibile focalizzarsi su un paniere selezionato di prestiti. Ciò sarebbe ancor più vero nel caso di costi crescenti connessi all'aumento delle dimensioni dell'intermediario, come premessa logica per un'adeguata diversificazione. Su queste linee di ragionamento si veda Winton (1999).

⁷ E' questo un esempio della difficoltà di analizzare in un vuoto istituzionale, in particolare senza prestare attenzione all'assetto di regolamentazione, le caratteristiche degli intermediari e i loro nessi con datori e prenditori finali di fondi.

⁸ L'argomentazione di Fama parte dalla premessa empirica della sostanziale uguaglianza sui mercati finanziari statunitensi dei rendimenti di strumenti d'investimento a breve come i CD emessi dalle banche e la carta commerciale emessa da imprese primarie. Nel caso in cui la raccolta marginale per le banche avvenga emettendo, in concorrenza, CD, in alternativa a depositi a vista, la cui offerta è a elasticità finita date le caratteristiche di monopolio locale per questa seconda forma di raccolta, l'onere di riserva obbligatoria sui CD deve ricadere sui prenditori di fondi, come si ricava dall'applicazione dello schema microeconomico sull'incidenza di una tassa posta formalmente sull'offerente: se l'offerta è perfettamente elastica e la domanda ha invece un'elasticità al prezzo finita, la tassa risulta incorporata nel prezzo di domanda. Si veda anche Bagliano-Marotta (1999), cap. 4.

liquidità immediata in forma analoga a quanto farebbe nei confronti dei titolari di depositi a vista⁹. Rivolgersi ciononostante alla banca è giustificato perché, secondo i due autori, essa è in effetti il produttore di liquidità più a buon mercato, in quanto è uno degli operatori del sistema dei pagamenti e in ragione, come corrispettivo dell'onere della riserva obbligatoria, dell'accesso privilegiato ai finanziamenti di banca centrale.

Kashyap *et al.* (1999), a giustificazione del vantaggio specifico della banca nello svolgere contemporaneamente le funzioni di erogazione dei prestiti e di raccolta tramite depositi a vista avanzano come ipotesi, oggetto anche di una verifica econometrica, quella delle economie di scala nella gestione delle riserve di liquidità. L'idea sottostante è che l'impegno a soddisfare il contratto di deposito a vista richiede la detenzione, a fini precauzionali, di un dato stock di riserve (in base monetaria e in titoli). L'onere che ne deriva, dato il rendimento al di sotto di quelli di mercato, è comunque minore di quello che altrimenti si dovrebbe sopportare per il ricorso *imprevisto* a fondi esterni, in una situazione di asimmetrie informative e di carenza di strumenti per schermarsi contro rischi di liquidità. Ciò che più rileva, al di là della diversa forma contrattuale, la stessa motivazione vale in condizioni normali nel caso dell'apertura di linee di credito attivabili a discrezione del beneficiario¹⁰. Il vantaggio dello svolgimento di entrambe le funzioni presso la stessa istituzione è dovuta alle economie di scala che si ottengono, poiché in presenza di una correlazione al massimo positiva, ma bassa¹¹, di prelievi imprevisti¹² per l'una o l'altra motivazione, il fabbisogno di riserve varia in misura meno che proporzionale con l'aggregato di riferimento, depositi o linee di credito.

Alcuni recenti lavori hanno indagato su cause e rimedi del rischio di instabilità bancaria considerando entrambi i lati del bilancio e sulle ricadute di assetti di regolamentazione prudenziale che depotenzino il ruolo dei depositi a vista nella raccolta. Diamond e Rajan (2001; DR d'ora in poi) mostrano, partendo da un'accezione di liquidità alla DD, come essa origini da entrambi i lati del bilancio e sia il portato logico della fragilità finanziaria della banca stessa: da qui l'implicazione

⁹ Continuando nell'applicazione del modello microeconomico di domanda e offerta con tassa, ora entrambe sono ad elasticità finita, per l'assenza di sostituti perfetti ai depositi e ai prestiti.

¹⁰ La differenza cruciale, rispetto al deposito a vista, è che mentre quest'ultimo è attivabile incondizionatamente, nel caso di *loan commitments* sono previste in genere clausole che danno al datore la facoltà di recedere nel caso di significativi peggioramenti nella situazione economico-finanziaria del beneficiario.

¹¹ Saindenberg e Strahan (1999) documentano un caso recente di correlazione negativa, costituito dall'esperienza della crisi del mercato della carta commerciale negli Stati Uniti tra l'agosto e l'ottobre 1998 – crescita dello spread e riduzione degli stocks - a seguito della *flight to quality* originata dall'inadempienza nell'agosto nel rimborso di capitale e di pagamento degli interessi sui titoli pubblici russi. La spiegazione del fenomeno è tuttavia diversa da quella proposta da Kashyap *et al.* (2000). In questa occasione, gli emittenti di carta commerciale si rivolsero alle banche da cui avevano ottenuto *loan commitments* a supporto, ottenendo fondi a tassi inferiori a quelli di mercato. Nel fornire questo servizio di assicurazione contro shock di liquidità per i prenditori le banche poterono giovare tuttavia non tanto del ricorso a riserve di liquidità – che dai dati disponibili anzi crebbero nel periodo – quanto di un afflusso di depositi, spiegabile con la preferenza di molti piccoli investitori di spostare, in un periodo di turbolenza sui mercati, i loro fondi in impieghi ritenuti più sicuri, come appunto i depositi coperti da assicurazione.

¹² E' importante sottolineare l'elemento di imprevedibilità, in assenza di rischio sistematico: una sufficiente diversificazione tra depositanti e tra titolari di linee di credito potrebbe altrimenti garantire una adeguata prevedibilità dei fabbisogni di liquidità e dunque consentire un ricorso al mercato senza immobilizzare riserve a fini precauzionali.

che si debba procedere con cautela nel disegnare assetti di regolamentazione prudenziale, per evitare che il perseguimento dell'obiettivo della stabilità non comprometta i vantaggi, in termini di creazione di liquidità, dell'effetto disciplina, sul management e sugli azionisti di controllo, insiti in quella configurazione. Altri studiosi hanno invece ripreso la soluzione radicale del cosiddetto *narrow banking*, perché con mercati evoluti, e quindi *sufficientemente liquidi*, nel senso di essere in grado di consentire agevolmente transazioni ai prezzi correnti, sarebbe possibile depotenziare il ruolo di creazione di liquidità sinora attribuito alla banca, rimuovendo alla radice la causa della sua fragilità finanziaria e, quindi, del ricorso a strumenti di regolamentazione preventivi o di rimedio, a loro volta causa di comportamenti opportunistici dei soggetti protetti.

3.1.1 Il modello di Diamond e Rajan

Il modello DR offre una giustificazione teorica del contratto di deposito a vista, integrando l'accezione di liquidità alla DD con una che la identifica con il grado di realizzazione, così come misurato dall'ammontare dei fondi che datori di fondi esterni sono disposti a fornire in contropartita, del valore economico intrinseco della particolare attività in contropartita.

I due autori partono da alcune ipotesi di fondo che giustificano il loro risultato principale: una struttura finanziaria fragile, perché esposta al rischio di prelievi anticipati da parte dei depositanti ("corse agli sportelli"), è la condizione perché la banca possa creare liquidità, intesa alla DD, nei confronti sia dei datori sia dei prenditori di fondi, che ne desiderino disporre per usi alternativi al finanziamento del progetto, per motivi vuoi di consumo vuoi di finanziamento di altri progetti. La pietra angolare del loro modello è che la realizzazione del valore economico intrinseco, alla fine del periodo, di un progetto d'investimento, interamente finanziato con fondi esterni con vincolo di debito¹³, richiede una simbiosi con l'imprenditore che l'ha proposto, perché quest'ultimo è dotato di conoscenze e abilità specifiche. Non vi sono però modalità contrattuali che possano garantire che tale simbiosi persista fino al momento in cui maturano i frutti del progetto. L'imprenditore avrà anzi l'incentivo a rinegoziare la sua remunerazione dopo aver ottenuto il finanziamento, minacciando di non prestare la sua opera se non può appropriarsi di una quasi-rendita pari alla differenza tra il valore economico intrinseco del progetto e quello derivante dal miglior uso alternativo.

L'individuazione di quest'ultimo è attribuita, nel modello, all'iniziale finanziatore, grazie alle conoscenze approfondite sulle caratteristiche del progetto. Questo finanziatore è in realtà un intermediario, in quanto eroga i fondi raccolti da una molteplicità di risparmiatori, ciascuno con

¹³ Nel modello, in realtà, l'unica caratterizzazione del contratto di finanziamento è che sia prefissato un livello di rimborso al finanziatore al di sotto del quale questi ha diritto al trasferimento dei diritti di controllo.

risorse insufficienti a finanziare, interamente a debito, il progetto. Lo stesso problema di incompletezza contrattuale insito nel rapporto intermediario-prenditore si ripropone anche nel rapporto tra l'intermediario e i suoi datori. In assenza di un meccanismo che vincoli il primo al progetto, e quindi garantisca l'individuazione del suo miglior utilizzo nel caso di distacco dell'imprenditore iniziale, non sarebbe possibile raccogliere fondi pari al valore di mercato del progetto stesso: l'intermediario potrebbe voler rinegoziare il rendimento promesso al momento della raccolta di fondi per spuntare una maggiore remunerazione a proprio favore, minacciando l'interruzione anticipata del finanziamento e così compromettendo la possibilità di percepire quanto originariamente contrattato con il prenditore. L'implicazione di questa serie di ipotesi è che il grado di liquidità del progetto, il grado in cui cioè il suo valore economico intrinseco può essere "monetizzato" sul mercato raccogliendo fondi in contropartita, già ridotto per l'esistenza della quasi-rendita dell'imprenditore, può ulteriormente ridursi per il peggioramento del suo utilizzo alternativo, finendo per minare le prospettive di finanziabilità del progetto.

Un'ulteriore complicazione è il possibile insorgere di bisogni imprevisti di disponibilità di fondi tra i datori, un evento che costringerebbe l'intermediario a ricercare finanziamenti sostitutivi, per evitare di dover anticipatamente ridurre i fondi all'imprenditore e interrompere così il progetto; lo stesso intermediario potrebbe sperimentare bisogni imprevisti di fondi, ove si manifestassero opportunità d'investimento più convenienti rispetto a quello in essere. Anche in questo caso l'imprenditore non sarebbe garantito dall'interruzione anticipata del finanziamento, con prevedibili conseguenze negative sulla richiesta stessa di dare inizio a un progetto d'investimento.

Per fissare le idee, si ipotizzi un'economia biperiodale, con una dotazione iniziale di risorse unitaria e due tecnologie d'investimento indivisibili¹⁴: la prima, di semplice stoccaggio, consente il mantenimento nel tempo delle risorse unitarie investite; la seconda, biperiodale, a fronte dello stesso ammontare di investimento all'inizio del primo periodo ($t = 0$), garantisce alla fine del secondo periodo ($t = 2$) un fattore di rendimento $C > 1$ ¹⁵. In relazione a bisogni imprevisti di fondi che si manifestino alla fine del primo periodo ($t = 1$), se i diritti di controllo sul progetto passano dall'imprenditore all'intermediario, ciò che si otterrebbe nell'uso alternativo migliore sarebbe pari a $\gamma C > 1$, con $\gamma < 1$. Il progetto è dunque parzialmente illiquido perché non può essere finanziato per il suo valore intrinseco, ma solo per una quota inferiore, γ . Il grado di illiquidità aumenterebbe ove i diritti di controllo passassero a un intermediario diverso da quello iniziale, per l'ulteriore riduzione nelle capacità di individuare l'alternativa migliore.

I problemi posti dall'incompletezza dei contratti, che non vincolano per tutto il periodo richiesto per la maturazione dei frutti del progetto d'investimento i fondi ad esso originariamente

¹⁴ Non possono cioè essere realizzate se finanziate solo in parte.

¹⁵ Si ipotizza per comodità un tasso di sconto intertemporale nullo.

destinati e le abilità specifiche dell'intermediario e dell'imprenditore, trovano soluzione tuttavia se la raccolta dell'intermediario si caratterizza per tre aspetti, che di fatto si realizzano nel contratto di deposito a vista: la discrezionalità nella richiesta di prelievo, il valore predeterminato di questo e il principio del servizio sequenziale.

Come era già stato messo in rilievo in DD, l'attribuzione del diritto incondizionato di prelievo seguendo l'ordine temporale della richiesta (il "posto nella coda davanti allo sportello") crea un problema di azione collettiva, ovvero un incentivo ad anticipare gli altri depositanti per evitare di ritrovarsi con la banca che ha già esaurito le risorse necessarie per effettuare il rimborso in valore predeterminato. *In quel lavoro, questo è il fondamento per motivare le corse agli sportelli e, quindi, la fragilità finanziaria delle banche; in DR è questo l'elemento che consente di risolvere l'incompletezza contrattuale tra intermediario e imprenditore e tra intermediario e i suoi datori, schermando la realizzazione del progetto d'investimento da fabbisogni imprevisi di fondi da parte dell'intermediario o dei suoi finanziatori, e dunque massimizzandone la sua liquidità, al valore γC .*

Più specificamente, se la banca si "lega le mani" emettendo depositi a vista, in valore pari a γC^{16} , si mette nelle condizioni di poter essere "punita" in modo credibile dai suoi datori ove non rispetti i termini originari del contratto, per il tramite di una corsa agli sportelli e del conseguente annullamento della rendita derivante dalla licenza bancaria. Questo stesso meccanismo garantisce anche il prenditore dal dover rimborsare anticipatamente il prestito. Una banca credibile nei suoi impegni con i depositanti sarebbe infatti in grado di ricorrere a nuovi depositi in sostituzione o in aggiunta a quelli esistenti; d'altro canto, questa capacità di garantire l'erogazione di fondi per il periodo pattuito darebbe modo all'intermediario di acquisire nel tempo le conoscenze specifiche sul progetto necessarie per individuarne il miglior uso alternativo e per potere quindi minimizzare la quasi-rendita del prenditore.

Il costo di questo intreccio di impegni contrattuali e di incentivi che consente di creare liquidità, perché i finanziamenti ottenuti sono pari al valore del miglior uso alternativo del progetto, appunto γC , sia per i datori (che hanno discrezione su quando disporre di risorse in ammontare predeterminato in relazione ai propri bisogni di consumo o di investimento) sia per i prenditori (che sono schermati da shock di liquidità dell'intermediario), è la fragilità finanziaria della banca, a causa delle possibili corse agli sportelli. Per contro, proprio la credibilità del suo contratto con datori conferisce efficacia all'eventuale minaccia nei confronti dell'imprenditore di cessare i finanziamenti. La rimozione dei motivi della fragilità, ad esempio tramite finanziamenti subordinati ai depositi a vista, privi della clausola del servizio sequenziale, lascerebbe invece alla banca la

¹⁶ La banca ovviamente sarà incentivata a operare in quanto tale se percepisce una remunerazione per la sua abilità specifica nel far pagare all'imprenditore quanto pattuito; incidendo tuttavia con una "piccola" quota su γC , questa variabile può essere trascurata nell'economia complessiva del modello.

libertà di rinegoziare i termini contrattuali con i suoi finanziatori e quindi di appropriarsi della quasi rendita derivante dalla sua abilità specifica. Questo comprometterebbe la capacità di raccolta nel periodo successivo e quindi lascerebbe esposti i prenditori a possibili shock di liquidità della banca, compromettendo *ex ante* l'intrapresa dei progetti.

La rigidità insita in un finanziamento esclusivamente con depositi a vista espone tuttavia la banca a rischi di corse agli sportelli anche nel caso in cui, contrariamente a quanto sinora assunto, l'esito economico dei progetti fosse incerto, indipendentemente dal suo comportamento opportunistico. In simboli, sia C una variabile casuale che può assumere, per esemplificare, valori $C^H > C^L$, osservabili ma non utilizzabili ai fini della stesura delle norme contrattuali, dove gli indici H e L indicano una situazione favorevole e una sfavorevole. In queste condizioni si creerebbe lo spazio per una componente di raccolta bancaria con diritti subordinati ai depositi a vista – debito subordinato o vero e proprio capitale di rischio sottoscritto da azionisti non di controllo -, contraddistinta dall'assenza del vincolo del servizio sequenziale, e quindi in grado di fungere da cuscinetto per assorbire shock sul lato dell'attivo. E' intuitivo che se in base all'argomentazione precedente i depositi a vista sono uno strumento di raccolta che consente il trasferimento integrale di quanto pagato dal prenditore ai depositanti, annullando la quasi-rendita da intermediazione, una quota di finanziamenti subordinata ai depositi offre la possibilità di crearla e di potersene appropriare. Più precisamente, se l'ammontare dei depositi a vista d è sufficientemente basso da creare un margine rispetto a quanto la banca può ottenere dal prenditore anche nel caso di esito sfavorevole del progetto, ovvero $d < \gamma C^L$, la banca è incentivata a rinegoziare con i finanziatori non depositanti, minacciando di non usare le proprie abilità specifiche e di trasferire quindi loro i diritti di controllo sul progetto e gli obblighi nei confronti dei depositanti. I finanziatori non depositanti individuerebbero un utilizzo alternativo del progetto peggiore di quanto avrebbe fatto l'intermediario, con un valore di mercato pari a $\gamma' C^i - d$, dove $\gamma' < \gamma$ e $i = H, L$. L'alternativa sarebbe quella di condividere con l'intermediario la rendita, pari a $(\gamma - \gamma') C^i$, visto che entrambe le parti dovrebbero essere d'accordo perché l'intermediario svolga la sua funzione. Questa seconda alternativa sarebbe quella preferibile, e implicherebbe una quasi-rendita per la banca. All'aumentare di d , la rendita tenderà a ridursi sino ad annullarsi quando i pagamenti del prenditore non fossero in ogni caso sufficienti a far rispettare gli obblighi nei confronti dei depositanti, con la conseguenza di preconstituire le condizioni per corse agli sportelli.

Un'altra conseguenza di finanziamenti diversi dai depositi a vista è che, oltre al gioco tra banca e suoi datori, viene modificato anche quello tra banca e prenditore. Una struttura finanziaria rigida rende più credibile la minaccia di liquidazione del progetto nel caso non siano stati conseguiti i rendimenti promessi, e quindi la minaccia di non far conseguire al prenditore la quasi-rendita

derivante dal portare a termine il progetto. Ciò accresce la possibilità di estrarli pagamenti addizionali. Un'attenuazione del grado di rigidità della struttura finanziaria, mentre mitiga i rischi dal lato del passivo, indebolisce quindi la posizione contrattuale della banca sul lato dell'attivo.

3.1.2 Alcune considerazioni critiche sul modello di Diamond e Rajan

Il modello DR è importante perché raccorda i due elementi specifici di una banca commerciale, emissione di depositi a vista con vincolo di servizio sequenziale, come in DD, e rapporti di clientela con il prenditore in una prospettiva multiperiodale, con la creazione di un legame tra prenditore e intermediario incentrato sull'informazione privilegiata acquisita da quest'ultimo e sul conflitto sulla ripartizione del surplus tra le due parti, aspetti al centro della letteratura sul *relationship lending*.

La prospettiva multiperiodale è cruciale, perché proprio la posizione di forza di cui possono godere i potenziali nuovi depositanti grazie alla fragilità finanziaria dell'intermediario pone le basi per rendere credibile la garanzia offerta da quest'ultimo di essere in grado di raccogliere nuovi depositi a fronte di imprevisti bisogni di liquidità. È importante sottolineare infatti che l'ipotesi che il finanziatore iniziale acquisisca nel corso della realizzazione del progetto conoscenze privilegiate non è sufficiente a giustificare il finanziamento intermediato. Occorre anche che in un momento successivo alla sua concessione si debba fronteggiare un imprevisto bisogno di liquidità, non verificabile, del datore: per evitare che il progetto venga interrotto, compromettendo la realizzazione del suo valore economico intrinseco, si deve poter garantire che nuovi fondi rimpiazzino quelli prelevati. Ciò è possibile non per un generico datore, che dopo aver soddisfatto i suoi bisogni di liquidità non avrebbe alcun interesse all'ottenimento di fondi futuri, ma solo nel caso di un intermediario che sia indotto, da qualche meccanismo istituzionale, a mantenere gli impegni contratti nei confronti dei propri datori, attuali e futuri. Come suggerito dal modello, un meccanismo acconcio può essere l'emissione di depositi a vista.

Il nesso, così motivato, tra raccolta di depositi ed erogazione di prestiti da parte dello stesso operatore costituisce la base logica per giustificare altri ruoli storicamente svolti dalla banca, e che a ben vedere dipendono dalla sua caratterizzazione di istituzione in grado di fornire liquidità su un orizzonte multiperiodale. Sul lato del passivo, l'emissione di depositi a vista prelevabili a discrezione in valore predeterminato è il presupposto per l'uso della moneta bancaria nei sistemi di pagamento, evitando i problemi che sarebbero posti dal ricorso a strumenti il cui valore fosse funzione del patrimonio informativo di una delle parti (cfr. Gorton-Pennacchi, 1990); sul lato dell'attivo, la concessione di prestiti garantisce contro shock di liquidità le grandi imprese, in grado

di raccogliere fondi direttamente sul mercato, e fornisce un segnale positivo, certificando il buon giudizio sul merito di credito, per le imprese piccole/giovani, meno note sul mercato.

La caratterizzazione della banca come un'impresa finanziariamente fragile aiuta anche a individuarne gli elementi distintivi - segnatamente sotto il profilo di possibili ripercussioni sistemiche di una situazione di crisi - rispetto agli altri intermediari.

La banca che accompagna la nascita e la crescita dell'impresa/progetto d'investimento è un finanziatore unico o principale, che in tale veste acquisisce conoscenze privilegiate cui non possono accedere successivi finanziatori concorrenti, per questa ragione non in grado di realizzare sul mercato il valore intrinseco del progetto d'investimento. Ove questo sia sottratto al controllo dell'imprenditore il suo valore è funzione dell'impiego alternativo migliore individuato dalla banca finanziatrice; nel caso del progetto innovativo finanziato dal *venture capitalist*, tale valore è invece basso o nullo, perché il progetto – in genere non accompagnato da garanzie offerte dal prenditore - è inestricabilmente legato al finanziatore. Per questa ragione, la struttura del passivo del *venture capitalist* è prevalentemente azionaria o con debito a lungo termine. Anche le società di assicurazione, come le banche, hanno una struttura finanziaria contraddistinta da una leva elevata e da un attivo illiquido, ma nel loro caso il diritto al rimborso/prelievo da parte dei titolari di polizze è funzione di eventi osservabili, anziché essere quello incondizionato dei depositanti, in relazione a esigenze di liquidità non osservabili. Infine, i titolari di quote di fondi comuni hanno diritto a esigere non un ammontare predeterminato ma il controvalore del portafoglio all'attivo, in generale variabile con le quotazioni di mercato, anche se almeno in parte assicurabile contro fluttuazioni eccessive con opportune operazioni di copertura.

L'ipotesi che la banca sia un soggetto in grado di acquisire conoscenze specifiche sul progetto è plausibile? La letteratura sui rapporti di clientela suggerisce che piuttosto che questo aspetto, che sarebbe giustificabile, come già rilevava Hellwig (1991) nel caso di un rapporto esclusivo tra un'impresa e una banca, ma che non è empiricamente verificato anche in paesi contraddistinti da piccole imprese e sistemi bancocentrici, e ancor meno in Italia, per la prassi del multiaffidamento (Conigliani *et al.* 1997)¹⁷, ciò che rileva è, oltre alla selezione iniziale tra i potenziali prenditori di fondi, la continuità nei finanziamenti. Per garantirle, la banca deve porsi credibilmente come un'istituzione in grado di raccogliere nuovi fondi in presenza di shock di liquidità. La continuità della presenza è resa possibile, in un contesto in cui la rimozione dei vincoli

¹⁷ Paradossalmente relazioni quali quelle evocate nella letteratura sul *relationship lending* sembrerebbero essere più rilevanti in un sistema, come quello americano, che presenta un numero ancora elevato di banche locali con ristretta operatività territoriale (Petersen-Rajan, 1994). Usando un campione composto da 1079 grandi imprese europee Ongena-Smith (2000) documenta che meno di 1/6 delle imprese mantiene una relazione con una singola banca, mentre 1/5 ne intrattiene con almeno 8 banche. Inoltre, il fenomeno varia significativamente tra paesi: nessuna impresa svedese o norvegese ha rapporti con più di 6 banche, mentre la maggioranza delle imprese italiane, spagnole e portoghesi ne ha almeno 6

all'entrata riduce la posizione di rendita connessa alla licenza bancaria, solo da un'adeguata patrimonializzazione e/o da un adeguato sistema interno di gestione del rischio che minimizzino la probabilità di fallimento. Di conseguenza, la maggiore capacità della banca di appropriarsi di una quasi-rendita, vista come elemento negativo nel modello DR dalla prospettiva dei finanziatori esterni, assumerebbe invece il connotato positivo di consentire il rafforzamento della base patrimoniale.

Un altro elemento critico circa la plausibilità del modello DR è che da esso non emerge perché, nonostante la motivazione offerta per la presenza di depositi a vista, le banche siano storicamente state soggette a forme di regolamentazione, prevalentemente rivolte a garantire il rimborso dei depositanti, depotenziando proprio la struttura contrattuale che dovrebbe contraddistinguerle tra gli intermediari. Se la ragione sembra da rinvenirsi nell'utilizzo dei depositi come mezzo di pagamento, occorre interrogarsi su cosa possa renderlo universalmente accettabile. Una risposta plausibile è l'assicurazione esplicita o implicita dei depositi, che rimuove il rischio in capo al depositante, disincentivandolo però dall'attività di monitoraggio della banca.

Hellwig (1998) parte da una considerazione di segno opposto a quella di DR, sottolineando l'elemento di incentivo a comportamenti rischiosi insiti in una struttura finanziaria ad elevato indebitamento, per la nota asimmetria circa le conseguenze dell'*upside* e del *downside risk* in presenza di responsabilità limitata degli azionisti. Ciò vale a maggior ragione quando, a differenza della composizione semplificata dell'attivo in DR, con un unico progetto d'investimento, la banca può finanziare più iniziative, di diversa dimensione, il cui valore economico può essere influenzato dall'attività di monitoraggio del finanziatore¹⁸ e, inoltre, si tiene conto anche del rischio sistematico. Anche in questo contesto la raccolta tramite depositi a vista può avere una motivazione, valevole anche in assenza di regolamentazione, nel contenimento dei costi di transazione ottenuto usando un contratto semplice, privo di clausole che ne condizionino il mantenimento, tra l'intermediario e i suoi finanziatori. Stipulare contratti individualizzati con clausole di rendimento legate all'andamento di variabili macroeconomiche, che riflettano il rischio sistematico (tassi d'interesse, andamento del PIL, tassi di cambio), d'altra parte, consentirebbe in linea di principio di mitigare una possibile causa di quelle incertezze sulla stabilità finanziaria dell'intermediario, all'origine di possibili corse agli sportelli.

Un ulteriore elemento del modello DR meritevole di riflessione critica è l'enfasi posta sull'effetto disciplina attribuito alle corse agli sportelli. L'evidenza empirica – in sistemi economici

¹⁸ Come nota Hellwig (1998), la possibilità di prestiti con dimensione diversa da quella comune, unitaria, nel modello della banca come monitore delegato di Diamond (1984) non consentirebbe, sia per le economie di scala connesse all'attività di monitoraggio, sia per i possibili effetti di rendimenti crescenti per singoli progetti, di applicare il teorema del limite centrale per mostrare che un'adeguata diversificazione del portafoglio prestiti garantisce un rendimento certo.

che presentano tutti sistemi di assicurazione dei depositi, esplicita o implicita - mostra che shock di liquidità sono in realtà originati prevalentemente sul mercato interbancario, anche tramite il mancato rinnovo di crediti o l'indisponibilità a prestiti sul mercato dell'overnight, piuttosto che da comportamenti dei depositanti. Inoltre, come sottolineano Sbracia e Zaghini (2001), mentre vi è una scarsissima evidenza empirica circa il verificarsi di corse agli sportelli, almeno nei paesi avanzati¹⁹, relativamente più abbondante è quella sugli effetti distorsivi (scelte opportunistiche da azzardo morale) indotti dalla regolamentazione a protezione dei depositanti, una struttura istituzionale che in un periodo relativamente recente si è diffusa nella maggior parte dei paesi (Marotta 2003a).

Quali sono le soluzioni che consentono di preservare i vantaggi dei depositi a vista, ma mitigando gli effetti distorsivi provocati in particolare dall'assicurazione dei depositi?

3.2 Rimedi agli effetti distorsivi dell'assicurazione dei depositi

Le soluzioni individuate nella letteratura sono essenzialmente tre: assicurazione pubblica dei depositi limitata, integrata da poteri di intervento tempestivo sul management e sugli azionisti di controllo; requisiti patrimoniali associati a sistemi di valutazione e gestione del rischio; *narrow banking*.

La prima soluzione è quella che è stata di fatto adottata negli Stati Uniti con il FDICIA dal 1991 e su cui si rinvia a Marotta (2003a): qui basti dire che tende a contemperare l'obiettivo di proteggere i depositanti medio-piccoli, "inconsapevoli", senza compromettere l'effetto disciplina connesso allo strumento del deposito a vista. Il monitoraggio sui comportamenti del management e degli azionisti di controllo della banca viene infatti trasferito di fatto all'agenzia pubblica di assicurazione, dotata di poteri di intervento progressivamente più penetranti - vincoli sull'operatività della banca, sulle scelte del management, sui requisiti minimi di capitale, fino alla sanzione ultima della perdita dei diritti di proprietà per gli azionisti - man mano che una serie di indicatori di fragilità finanziaria peggiora.

La seconda soluzione parte dalla considerazione che solo le banche partecipano al circuito del sistema dei pagamenti e hanno accesso quindi a finanziamenti della banca centrale, produttore monopolista di base monetaria, per garantire il regolare funzionamento del sistema dei pagamenti, in particolare nel segmento all'ingrosso che costituisce un'infrastruttura essenziale per l'operare dei mercati finanziari (Bagliano-Marotta 1999, cap. 1). Nei sistemi di pagamento all'ingrosso a regolazione lorda, i prestiti infragiornalieri concessi dalla banca centrale non fanno sorgere un

¹⁹ Su dati USA, nel 1998 solo il 2% delle famiglie deteneva depositi non coperti da assicurazione, con un'incidenza pari al 14% sul totale dei depositi (Kennickell *et al.* 2000). Per quanto concerne l'Europa, "by the end of the nineteenth century, banking panics had been eliminated in Europe. The last true panic in England was the Overend, Gurney & Company crisis of 1866." (Allen-Gale 1997, p. 2).

rischio di credito per quest'ultima se in contropartita sono forniti in garanzia titoli di solito pubblici (si veda il caso TARGET nell'UME; vedi anche Appendice 1). Perché non rimuovere allora un elemento di discriminazione nei confronti di soggetti non bancari, quali ad esempio fondi comuni monetari, se in grado di offrire questo tipo di garanzie? Nel caso di risposta affermativa, quale sarebbe poi la giustificazione per schemi di protezione dei depositi? L'eventuale mantenimento potrebbe essere motivato solo per la preferibilità sociale di evitare, in via preventiva, il sorgere di timori di possibili insolvenze bancarie tra un vasto numero di depositanti, con i presumibili effetti di pressione politica, e di permettere, nel momento dell'intervento di rimedio, una ristrutturazione ordinata dell'istituzione e dell'industria bancaria, minimizzando gli oneri sui prenditori. Lo strumento preventivo migliore, specie in sistemi finanziari evoluti, potrebbe tuttavia essere un adeguato grado di patrimonializzazione assieme a un efficace sistema di *corporate governance* - il sistema delle retribuzioni e della disciplina del personale, la struttura organizzativa interna, il sistema interno di controlli, la governance esercitata dal consiglio di amministrazione, la stessa cultura aziendale²⁰ -, che consentisse un oculato controllo del rischio, e dunque creasse la reputazione necessaria per mettere l'intermediario in grado di raccogliere nuovi fondi sul mercato²¹.

Questo approccio si lega a quello di Allen-Santomero (1997), in cui si rileva come il diffondersi della tecnologia dell'informazione riduca il ruolo delle asimmetrie informative come giustificazione logica dell'operatività degli intermediari bancari, che invece sarebbe progressivamente riconducibile alla loro abilità nella gestione dei rischi finanziari, in conto proprio e per conto terzi, in presenza di mercati finanziari sempre più complessi.

A questo riguardo è interessante riprendere le considerazioni di Hellwig (1998) circa la caratteristica distintiva del sistema bancario, che con una struttura finanziaria ad alto indebitamento assorbe di fatto il rischio sistematico, non correlando i rendimenti promessi ai finanziatori-depositanti con quelli, variabili, dell'attivo. In effetti, per ridurre il rischio di fallimenti bancari, mitigando l'impatto di shock su una struttura finanziariamente fragile, le strategie perseguibili di trasferimento del rischio non diversificabile, in particolare quello del tasso d'interesse di mercato²², sono due:

²⁰ In una ricognizione degli aspetti specifici della corporate governance di una banca rispetto a una qualsiasi altra impresa nel contesto istituzionale americano, e in particolare del contenuto dei *fiduciary duties* (ovvero degli impegni impliciti che integrano contratti scritti inevitabilmente incompleti) dei managers, De Macey e O'Hara (2003) argomentano che anziché limitarsi agli azionisti, i managers bancari dovrebbero sentirsi responsabili nei confronti nei confronti degli altri *stakeholders*, ovvero depositanti e creditori, analogamente a quanto avviene, a parere degli autori, nel contesto europeo.

²¹ Questa argomentazione tende a sminuire quindi l'importanza, in un sistema finanziario evoluto, dell'ipotesi di un costo "eccessivo" della raccolta imprevista di fondi esterni, centrale nel lavoro di Kashyap *et al.* (1999).

²² Ad esempio, un aumento del tasso d'interesse indotto da una manovra restrittiva della banca centrale a) induce i depositanti e gli altri datori di fondi a domandare tassi più elevati, b) riduce il valore di mercato delle attività ricevute in garanzia dei prestiti e c) tende ad aumentare il rischio di credito se l'aumento del tasso, trasmettendosi lungo la curva per scadenze, deprime il livello di attività economica.

1. trasferimento ai prenditori, con finanziamenti a tasso variabile, o a parti terze, usando strumenti derivati, accettando però il sorgere di rischi di credito in relazione alla solidità patrimoniale della controparte e, a cascata, sulle controparti di questa;

2. trasferimento ai datori, e in particolare ai depositanti, con depositi a tasso fisso di durata analoga ai prestiti a tasso fisso concessi ovvero depositi il cui rendimento sia funzione di variabili macroeconomiche, in particolare dei tassi d'interesse di mercato.

Una volta scartata la seconda possibilità, per ragioni connesse sia a motivi di costi di transazione nello stipulare contratti con una moltitudine di soggetti, sia per le considerazioni sugli effetti di disciplina di mercato del deposito a vista al centro del modello DR, sia ancora per la caratterizzazione di strumento di pagamento di valore predeterminato, il perseguimento della prima sotto il profilo di regolamentazione implica di concentrare l'attenzione sulla posizione finanziaria consolidata del sistema bancario e di quello finanziario, essendo insufficiente considerare, per valutare il rischio di fallimento, i dati a livello di singola istituzione (si veda anche il par. 4.1).

La terza posizione è quella del *narrow banking*, che merita una trattazione più dettagliata a seguito di una recente ripresa di interesse, nonostante essa continui a rimanere un riferimento ideale piuttosto che una concreta opzione operativa.

3.2.1 Narrow banking

Posen (2001), da ultimo, esplorando modalità per mitigare crisi finanziarie, e quindi bancarie, quali quelle che si sono realizzate nel corso dello scorso quarto di secolo in molti paesi, giunge alla conclusione che la via maestra sia quella di ridurre la dimensione dell'attività bancaria. A questo fine riprende l'idea del *narrow banking*, ovvero di isolare i depositi a vista come passività di un'entità che svolga solo il ruolo di operatore nel sistema dei pagamenti e di gestore di liquidità, investendo in titoli a breve termine, con scarso o nullo rischio di credito, per conto dei clienti "inconsapevoli" che l'istituto dell'assicurazione dei depositi è supposto proteggere *in primis*.

E' interessante sottolineare come questa proposta avvenga sullo sfondo della diffusione, anche negli USA, del modello della banca universale e come la ripresa di interesse si spieghi fondamentalmente con la consapevolezza delle distorsioni negli incentivi associate alla normativa sull'assicurazione dei depositi. In effetti, se si potesse ottenere la protezione dei depositi medi-piccoli omologando le *narrow banks* a fondi comuni monetari, verrebbe a cadere la necessità stessa dell'assicurazione²³.

²³ Esempi di *narrow banks* in epoca recente sono forniti dai sistemi di banche postali, in Europa e in paesi asiatici come ad esempio Giappone e Taiwan, in grado di fornire una garanzia di rimborso ai depositi perché enti statali.

Lo snodo concettuale nel valutare proposte di *narrow banking* è il *trade off* tra rimozione degli effetti distorsivi indotti dall'assicurazione dei depositi, con i conseguenti effetti di instabilità del moltiplicatore della moneta e, quindi, dell'offerta di moneta²⁴, e i benefici sotto il profilo della creazione di liquidità, connessi al ruolo di trasformazione delle scadenze della banca tradizionale. E' da notare poi che vi sono diverse accezioni della *narrow bank* (Bossone 2001). Gli elementi fondanti sono l'elevata liquidabilità e l'assenza di fatto del rischio di credito per i titoli o, se l'attivo include prestiti, la minimizzazione del rischio di credito attraverso un'adeguata diversificazione dei prestiti stessi, di entità unitaria contenuta, secondo un approccio fondamentalmente assicurativo. I titoli ritenuti ammissibili in contropartita per i depositi a vista variano tuttavia da autore a autore, con riferimento sia alla scadenza (da quelli di mercato monetario, pubblici e privati, a quelli pubblici a medio-lungo termine) sia agli emittenti (dal solo settore pubblico fino all'inclusione di imprese con ratings elevati). Questa caratterizzazione dell'attivo, con tutta evidenza, esclude che la banca possa svolgere le funzioni, al centro della prospettiva del *relationship lending*, di selezione e monitoraggio dei prenditori, che rendano accettabile ai risparmiatori meno informati di investire in progetti a redditività differita. Inoltre, per distinguere il deposito, di valore predeterminato, rispetto alla quota di un fondo comune monetario, variabile con le quotazioni dei titoli, alcuni autori ammettono il permanere di un'assicurazione dei depositi, che però sarebbe resa meno onerosa proprio dalla ridotta differenza, qualitativa e per scadenze, tra attivo e passivo. In alternativa, in alcuni lavori (ad esempio Mishkin, 1999) la realizzazione dell'obiettivo della *narrow bank*, senza smembrare sul piano organizzativo-funzionale le esistenti banche commerciali, viene individuata nella possibilità di emettere tipologie distinte di depositi, a seconda che siano o non interamente garantiti, in contropartita, da titoli liquidi e relativamente privi di rischio, secondo una logica di segmentazione del bilancio di attuazione però complessa.

E' interessante notare che le proposte della letteratura del *narrow banking* per un attivo altamente liquido, intese come sono a rimuovere gli elementi distorsivi dell'assicurazione dei depositi, tendono ad accantonare la problematica di un'"eccessiva" libertà di azione lasciata al management e agli azionisti di controllo nel gestire queste risorse a scapito dei datori, una delle ragioni che secondo Myers-Rajan (1998) motivano l'esistenza di costi d'agenzia nella raccolta di fondi esterni per un intermediario.

Nonostante la recente ripresa di interesse per il *narrow banking*, rimangono intatti i dubbi sulla plausibilità e sull'opportunità della proposta, anche tralasciando i maggiori costi che si genererebbero per il *relationship lending* in assenza di un intermediario in grado di poter far leva

²⁴ E' questa la motivazione fondamentale per le proposte avanzate in diversi periodi da economisti della scuola di Chicago (Knight, Simons, Friedman) e da altri autorevoli economisti (Fisher, Allais, Tobin) a favore della banca con "coefficienti di riserva del 100 per cento".

sulla relativa stabilità nel tempo della sua raccolta, alla luce sia del dato storico sia del funzionamento dei mercati finanziari. Quanto al primo punto, l'evoluzione stessa delle prime banche in epoca medievale mostra come il sorgere del sistema frazionale, con la destinazione a riserve monetarie solo di una "frazione" dei fondi raccolti e l'utilizzo per prestiti per la parte restante, sia avvenuto come risultato spontaneo dello sfruttamento di opportunità di profitto da parte dei cambiavalute. Niente preclude che, nel tempo, la reputazione acquisita come intermediario non bancario non solleciti l'offerta di passività analoghe ai depositi a vista, rese attraenti rispetto a quelli della narrow bank dalla promessa di rendimenti più elevati, "reinventando" quindi la banca commerciale. Quanto al secondo punto, solo nel caso di titoli soggetti a oscillazioni di quotazioni molto contenute o comunque prevedibili (e quindi tali da consentire modalità di immunizzazione dal rischio di credito e di mercato) sarebbe possibile il loro utilizzo in contropartita a depositi a vista. Il rischio di credito sperimentato anche nel caso di imprese primarie con elevati ratings (si pensi al caso ENRON) o per titoli pubblici di paesi emergenti o la volatilità delle quotazioni per titoli pubblici anche nel caso di paesi avanzati (si pensi al caso italiano in occasione della crisi di cambio del '92) o, ancora, l'eventuale carenza di titoli pubblici, sono tutti fattori che renderebbero anche l'attivo di una narrow bank sufficientemente volatile da renderla soggetta a una possibile corsa agli sportelli.

4. Dalla fragilità finanziaria della banca al rischio sistemico

Passando da una prospettiva microeconomica a una macroeconomica, più rilevante sotto il profilo della regolamentazione prudenziale, è necessario inquadrare il tema della fragilità finanziaria in quello delle cause del rischio sistemico. A questo riguardo, l'innovazione principale, sul piano fattuale, è costituita dallo sviluppo del mercato per il trasferimento del rischio di credito, sia perché ciò pone le basi per mitigare il grado di illiquidità dell'attivo bancario sia perché l'allocatione del rischio ad operatori diversi da chi l'ha originato, siano essi bancari o non, pone il problema di come ciò alteri la configurazione del rischio sistemico.

In questo paragrafo si approfondisce una tematica, richiamata nel par. 2, che *prima facie* tende a sminuire la rilevanza empirica dei lavori teorici sin qui esaminati, perché il modello di una banca commerciale tradizionale non si conforma con quello emergente, in un processo diffuso di consolidamento dell'industria finanziaria, del conglomerato in cui raccolta dei depositi al dettaglio ed erogazione dei prestiti sono ben lungi dall'esaurire lo spettro delle funzioni svolte²⁵. Inoltre, sul piano fattuale, la quota dei depositi sulla raccolta complessiva è in progressiva diminuzione, almeno

²⁵ Olson (2002) introduce una nota di cautela circa il perdurare di questa tendenza, ricordando come nell'esperienza statunitense il trend verso il "supermercato finanziario" nei primi anni '80 alla fine di quel decennio si era molto mitigato, a favore dei vantaggi riconosciuti per servizi specializzati e di nicchia.

per le banche dei paesi avanzati: tra il 1995 e il 2000, i depositi sono cresciuti circa di venti punti percentuali in meno rispetto al totale dell'attivo²⁶ (De Nicolò *et al.* 2003).

Le ragioni che motivano le preferenze rivelate a favore del conglomerato finanziario sono varie e spesso interrelate, fermo restando che dei modelli sin qui analizzati solo quello di Kashyap *et al.* (1999) individua un motivo nel vantaggio comparato delle economie di scala nell'uso di riserve liquide. Un secondo motivo può derivare da Allen-Santomero (1997), secondo cui la caduta dei costi informativi rende meno rilevante l'approccio delle asimmetrie informative, alla base anche del modello DR, perché istituzioni più grandi sono meglio in grado di sopportare il rischio che rimane in bilancio, date le economie di scala nel ricorso a infrastrutture tecnologiche e a competenze complesse nel disegno e nella gestione del rischio per conto terzi.

In effetti, i progressi nella tecnologia dell'informazione non potevano non avere ripercussioni profonde sull'industria bancaria, favorendo processi intensi di innovazione finanziaria. La manifestazione forse più limpida di tali innovazioni è fornita dallo sviluppo degli strumenti per il trasferimento del rischio di credito, connaturato con le funzioni di selezione e di monitoraggio dei prenditori di fondi.

4.1 Il mercato del trasferimento del rischio di credito

A partire dalle forme più tradizionali, quali quelle, per raccogliere liquidità, della vendita diretta di prestiti sul mercato secondario e, successivamente, di cartolarizzazioni di portafogli di prestiti (ABS) per il tramite di una società veicolo (vedi Appendice 2), le modalità con cui trasferire, in tutto o in parte, il puro rischio di credito sono ormai divenute molteplici grazie allo sviluppo dei cosiddetti derivati creditizi e alla crescente domanda di strumenti finanziari atti a diversificare il rischio sia all'interno del settore bancario sia presso altre istituzioni finanziarie, *in primis* società assicurative.

Più precisamente, gli strumenti per il trasferimento del rischio di credito, tra cui quello di gran lunga predominante tra i derivati è il *credit default swap* (CDS), possono essere classificati con riguardo al profilo di: a) ottenimento di risorse per la banca originatrice del prestito contestuale alla stipula del contratto di trasferimento o solo nel caso dell'evento di default; b) trasferimento del rischio di un singolo prestito o di un portafoglio; c) garanzia di ottenere immediatamente le risorse ovvero solo dopo un accertamento della congruità dell'evento assicurato rispetto a quanto definito nel contratto; d) rimozione totale o solo parziale del rischio di credito.

Considerando i primi due profili si può utilizzare a fini espositivi la Tabella 1.

²⁶ Nel caso dei paesi emergenti le tendenze sono state invece di segno opposto, con una crescita dei depositi superiore di trenta punti rispetto a quella dell'attivo.

Tabella 1.		
Caratteristiche degli strumenti di trasferimento del rischio di credito		
	<i>Vendita contro liquidità immediata</i>	<i>Trasferimento del rischio con garanzie nel caso di default</i>
Singolo prestito	Vendita sul mercato secondario	Garanzie e lettere di credito Contratti assicurativi, tra cui i surety bonds Derivati creditizi, come i CDS e total return swaps
Portafoglio di prestiti - trasferimento diretto	Credit-linked notes	Derivati creditizi, come i CDS, baskets
- attraverso società veicolo	Cartolarizzazioni (ABS), cash CDO	CDO sintetici
Fonte: CGFS (2003)		

La raccolta di fondi diretta sul mercato, sia per ridurre il grado di immobilizzo dell'attivo sia per migliorare la disponibilità di fondi, specie in presenza di maggiori difficoltà nella raccolta tramite depositi, attraverso la cartolarizzazione di prestiti o l'emissione diretta di obbligazioni garantite da un pool di prestiti (con le *credit-linked notes*), presuppone l'attribuzione di un *rating* da parte di un'agenzia, sia al momento dell'erogazione del prestiti sia con riferimento all'operazione finanziaria di trasferimento del rischio. Ciò determina una selezione tra i possibili prenditori di fondi originari (grandi imprese, stati o altri enti pubblici) e tra gli strumenti finanziari utilizzati, e genera quindi dei costi fissi assorbibili solo da grandi banche. Dal lato dei prenditori, mentre prestiti di dimensioni contenute e relativamente standard, con bassi benefici ottenibili da un'attività di monitoring, quali ad esempio mutui ipotecari e crediti al consumo, si prestano a essere ricombinati come un portafoglio relativamente diversificato e quindi cartolarizzabile, lo stesso non si verifica con i prestiti alle piccole e medie imprese, date le loro caratteristiche altamente individualizzate. Fenomeni di arbitraggio regolamentare, che sono stati all'origine di molte di queste innovazioni per mitigare il rischio di credito, sono divenuti invece meno rilevanti nella percezione degli operatori e ancor meno dovrebbero esserlo passando da Basilea 1 a Basilea 2²⁷ (Marotta 2003a).

Stime recenti, pur se di larga massima, in particolare nel comparto dei derivati creditizi, attribuiscono alle società assicurative, fornitrici di protezione, una quota di mercato pari a circa a un

²⁷ Un caso scolastico è quello di una banca che, in base a Basilea 1, deve allocare 8 centesimi di capitale regolamentare per unità di prestiti concessi a un'impresa. Nel caso trasferisca il rischio di credito a un'altra banca, il capitale richiesto calerebbe a 2 centesimi, dato il peso attribuito in Basilea 1 al rischio di credito nei confronti di una banca; si noti che se la stessa operazione venisse effettuata avendo come controparte una società assicurativa, non vi sarebbe invece alcun beneficio, non essendo il comparto delle assicurazioni distinto rispetto all'insieme delle imprese non bancarie.

quarto nel mercato dei derivati creditizi. Mentre i livelli sono ancora contenuti rispetto allo stock dei prestiti in essere, la dinamica negli ultimi anni è stata particolarmente elevata; gli operatori coinvolti, banche e società assicurative, sono in numero esiguo²⁸, anche se l'elevata concentrazione è una caratteristica di molti mercati dei derivati in genere. Per i derivati creditizi, lo stock del nozionale sottostante si è più che decuplicato tra il 1997 e il 2002, raggiungendo i 2 mila miliardi di dollari e un'incidenza di quasi il 7 per cento rispetto allo stock dei prestiti bancari di USA, UK, Giappone, area euro e Canada (CGFS 2003, Table 2). E' pur vero che questi dati si riferiscono a posizioni lorde, piuttosto che a quelle nette nell'assunzione o nella rimozione del rischio. Così, ad esempio, banche statunitensi sono state occasionalmente venditrici, piuttosto che acquirenti di protezione contro il rischio. Ciononostante, alla fine del 2002 esse erano acquirenti nette di protezione per un ammontare pari a circa l'8% dei loro prestiti (BIS, 2003).

Come noto, il comparto delle ABS è già di dimensioni rilevanti, comparativamente ai prestiti in essere, per cui solo con riferimento ai crediti al consumo collegati alle carte di credito e ai prestiti ipotecari si può dire che, in alcuni paesi almeno, la modalità di funzionamento della banca è divenuta quella del semplice *originator* dei crediti, di cui spesso continua a gestire il monitoraggio e il servizio, anziché quella del fornitore di fondi fino alla scadenza.

Il diffondersi di strumenti di trasferimento del rischio di credito all'interno del settore bancario e da questo ad altri operatori finanziari, *in primis* le società di assicurazione e, specie nel caso statunitense, altri operatori che offrono garanzie finanziarie, se da un lato riduce l'esposizione al rischio specifico della banca, grazie alla maggiore diversificazione, dall'altro la espongono a nuove modalità di rischio legale e di liquidità, in relazione alle caratteristiche distintive di un contratto assicurativo. Inoltre, l'utilizzo di contratti derivati tende ad accrescere l'opacità dei bilanci bancari, compromettendo anche le capacità delle autorità di regolamentazione di monitorare l'allocazione del rischio di credito tra i diversi segmenti dell'industria finanziaria. Infine, il ricorso concentrato tra le maggiori istituzioni creditizie al mercato del trasferimento del credito mette a repentaglio la liquidità dei mercati, a causa della riduzione della capacità di *market-making* di operatori, con profili di rischio simili a fronte di eventuali shocks.

La possibilità del trasferimento del rischio di credito solleva ovvi problemi di conflitti d'interesse tra l'acquirente e il venditore di protezione, perché il primo può sfruttare le informazioni privilegiate acquisite relativamente al prenditore di fondi (selezione avversa) o può essere indotto a ridurre l'attività di monitoraggio (*moral hazard*). La prima e più semplice soluzione di mercato di fronte a questi problemi è il ricorso a tipologie di prestiti con una bassa intensità di monitoraggio,

²⁸ Rispetto alle 2200 istituzioni bancarie supervisionate dall'Office of the Comptroller of the Currency negli Stati Uniti, nel 2002 solo 391 detenevano strumenti derivati e solo 17 (19) banche hanno venduto (acquistato) protezione contro il rischio di credito usando derivati creditizi (CGFS 2003).

quali i prestiti al consumo e ipotecari e a fronte di crediti commerciali o, ancora, prestiti di prenditori con elevato rating (grandi imprese). Ad eccezione dell'ultimo caso, si tratta sempre di prestiti di dimensioni unitarie contenute, per cui è possibile organizzare dei portafogli sufficientemente diversificati e coperti da garanzie reali nel caso dei prestiti ipotecari e dei crediti commerciali.

Fermo restando che il mantenimento di un'adeguata reputazione di affidabilità disincentiva rispetto a comportamenti opportunistici quando lo stesso acquirente di protezione preveda di dover ricorrere al finanziamento del mercato²⁹, le soluzioni contrattuali nei vari strumenti di trasferimento del rischio forniscono un ulteriore contributo nel contenere l'insorgere di comportamenti opportunistici da parte dell'*originator*, perché può rimuovere il rischio di credito solo in parte.

Nelle operazioni di cartolarizzazione che danno luogo a un ventaglio di tipologie di titoli con diversi diritti di proprietà sui flussi di cassa sottostanti, l'*equity tranche*, ovvero il tipo di titoli che conferisce diritti residuali rispetto a tutti gli altri, è di solito sottoscritta dallo stesso *originator*; i prestiti che vanno a formare i portafoglio rispetto a cui si domanda protezione costituiscono un sottoinsieme, determinato casualmente da una parte terza, all'interno del portafoglio complessivo. In base alla normativa inglese, le società di assicurazioni non-vita possono ritardare i pagamenti, fino a provocare l'annullamento del contratto, invocando la clausola della "*material disclosure*", sostenendo che le loro controparti hanno taciuto informazione rilevante circa il rischio sottostante. E' questo un esempio della differenza tra derivati creditizi come strumenti standardizzati, che possono essere oggetto di transazioni sul mercato, e contratti, in prevalenza di matrice assicurativa, che invece tendono a essere definiti su base individuale. Nel primo caso, il verificarsi dell'evento creditizio, dà luogo alla regolazione del corrispettivo in tempi rapidi³⁰; poiché non è richiesto che si siano materializzate delle perdite, gli acquirenti di protezione hanno incentivi ad adottare un'interpretazione formale dell'evento creditizio per far scattare il contratto, specie in prossimità della fine del periodo di validità³¹.

Nel caso dei contratti assicurativi, la controparte più favorita tende a essere chi vende protezione, come anche riflesso nelle quotazioni inferiori ai precedenti, perché l'evento creditizio è definito in modo molto circostanziato, l'acquirente di protezione deve mantenere una quota del rischio e si possono reclamare delle compensazioni solo fino all'ammontare delle perdite subite, a seguito di un accertamento che precede ogni forma di pagamento. Inoltre, lo stesso contratto può

²⁹ In un'indagine condotta presso gli operatori mercato emerge che, a parte alcuni casi riconducibili a problemi di selezione avversa, in generale gli accordi contrattuali consentono di allineare gli incentivi degli acquirenti e degli offerenti di protezione (CGFS 2003).

³⁰ La standardizzazione, promossa dall'ISDA, tende a definire ex ante in modo esaustivo diritti e obblighi delle controparti, gli eventi creditizi e le modalità e l'ammontare della regolazione. L'acquirente di protezione non è tenuto a mantenere una parte del rischio di credito e la regolazione deve avvenire in tempi rapidi, come per gli altri derivati.

³¹ In genere la scadenza precede quella del prestito sottostante.

essere annullato nel caso si ritenga che l'acquirente di protezione abbia omesso di rivelare delle informazioni rilevanti al momento della stipula.

La possibilità di trasferire il rischio di credito genera potenzialmente, anche nella relazione originator-prenditore di fondi, incentivi a una riduzione dell'attività di monitoraggio e sminuisce il valore segnaletico nei confronti del mercato di un rapporto di clientela. Fattori che agiscono in senso contrario sono, quanto al primo aspetto, il mantenimento di una parte del rischio di credito in capo all'originator e la convenienza a preservare una buona reputazione; quanto al secondo aspetto, meno rilevante per le grandi imprese, si ha una minore visibilità rispetto a una vera e propria vendita del prestito sul mercato secondario. Un effetto più significativo può essere quello di disincentivare interventi più tempestivi da parte della banca nei confronti di un prenditore prossimo a una crisi finanziaria: a seconda che l'evento creditizio previsto contrattualmente includa o no operazioni di ristrutturazione del debito, i prestatori saranno indotti ad accettarle o no, in quest'ultimo caso con l'obiettivo di recuperare i crediti a seguito delle procedure fallimentari.

4.2 Il rischio sistemico

L'interconnessione tra banche e operatori non bancari sui mercati finanziari, tramite il circuito dei sistemi di pagamento all'ingrosso, i mercati monetari e il più recente mercato del trasferimento del rischio di credito, è alla base del possibile rischio sistemico, motivazione fondamentale della regolamentazione prudenziale bancaria, accanto a quella della protezione tramite sistemi di assicurazione esplicita o implicita del depositante "inconsapevole".

Un'adeguata comprensione del rischio sistemico è pertanto un *prius* logico, anche se di fatto la letteratura sia teorica sia empirica è, forse sorprendentemente, molto esigua, con una già poco definita concordanza sulla terminologia stessa. Nel prosieguo si segue De Bandt e Hartmann (2000), che individuano come elementi cruciali sottostanti il concetto di rischio sistemico lo shock iniziale e, soprattutto, il meccanismo di propagazione ("contagio") a una parte rilevante del sistema finanziario, con ricadute sull'economia reale.

Seguendo la loro tassonomia, un evento sistemico in senso stretto è individuato nel caso che "bad news" su una istituzione o su un mercato finanziario mettano a repentaglio il funzionamento di una o più istituzioni finanziarie o uno o più mercati. Eventi sistemici in senso ampio sono shocks macroeconomici o non diversificabili che colpiscono un grande numero di istituzioni o di mercati contemporaneamente. Eventi sistemici, in senso stretto o in senso ampio, sono definibili forti se da essi consegue il fallimento di istituzioni finanziarie prima solvibili o il crollo di mercati prima funzionanti, ovvero una crisi sistemica. Il rischio sistemico può essere quindi definito come il

rischio di incorrere in una crisi sistemica. Come rileva Padoa-Schioppa (2002), l'esperienza mostra che l'evento iniziale è prevalentemente di natura reale.

L'elemento cruciale della crisi sistemica è il meccanismo di propagazione: ove le conseguenze dello shock iniziale fossero localizzate e circoscrivibili non si potrebbe infatti parlare di un rischio che coinvolge l'intero sistema finanziario o economico. In particolare, occorre precisare perché uno shock che può colpire indifferentemente un'istituzione, finanziaria e non, sia più suscettibile di propagarsi nel primo caso, anziché essere assorbito attraverso il funzionamento dei meccanismi di mercato. Perché si producano andamenti destabilizzanti in settori economici o addirittura nell'intera economia devono entrare in gioco meccanismi di retroazione positivi, con effetti cumulativi, provocati ad esempio da bruschi mutamenti nelle aspettative o da esternalità.

Alcune caratteristiche alla base della maggiore esposizione delle istituzioni finanziarie al rischio sistemico sono: 1. il diverso grado di liquidità dell'attivo e del passivo bancari (vedi par. 3); 2. i legami tra le istituzioni finanziarie e i mercati attraverso i mercati interbancari e i sistemi di pagamenti all'ingrosso; 3. l'informazione privilegiata incorporata nei contratti finanziari e i connessi problemi di trasparenza per gli altri operatori.

Più specificamente, con riferimento al punto 2., una delle ricadute del processo di consolidamento è che, come si è notato (par. 4.1), anche concedendo che istituzioni più grandi siano in grado di diversificare meglio il rischio e di utilizzare in modo più efficace le risorse disponibili tramite mercati dei capitali interni, l'accresciuto grado di interdipendenza tra pochi grandi operatori, divenuti più simili e quindi con strategie di mercato più omogenee, può favorire nell'aggregato comportamenti dello stesso segno, con effetti di amplificazione degli shock, rendendo più vulnerabili al rischio sistemico le economie avanzate. Inoltre, una delle caratteristiche importanti di una crisi finanziaria è che invece di essere determinate in relazione al valore economico intrinseco, le quotazioni delle attività tendono a esserlo dalla disponibilità di liquidità, con effetti asimmetrici in relazione all'elevata leva finanziaria delle istituzioni bancarie. Con riferimento al punto 3., l'elevatissima concentrazione nel mercato dei contratti derivati per il trasferimento del rischio di credito può creare le premesse perché l'elevato rischio legale, specie connesso a contratti non standardizzati, si traduca in shocks di liquidità e in riduzioni di ratings, con effetti cumulativi su un esiguo gruppo di grandi banche, assicurazioni e altri operatori finanziari.

Sul piano empirico, interpretando una correlazione positiva tra i rendimenti azionari delle maggiori conglomerate statunitensi come un indicatore dell'intensità della propagazione di uno shock e quindi del potenziale rischio sistemico, nel corso degli anni '90 si osserva una crescita dell'indicatore; risultati simili si hanno anche nel caso delle 60 maggiori banche europee (De Nicolò *et al.* 2003).

5. Implicazioni per la regolamentazione prudenziale

Quali sono le implicazioni che possono essere tratte sugli assetti della regolamentazione prudenziale dalla letteratura sin qui richiamata?

La fragilità finanziaria insita in una raccolta con depositi a vista, con vincolo di servizio sequenziale, alla base della creazione di liquidità nel modello DR, contrasta in punto di logica con l'assicurazione dei depositi, perché rimuove l'incentivo al controllo dell'intermediario, a meno che a sua volta l'assicuratore non agisca come agente dei depositanti, secondo quanto razionalizzato in Dewatripont-Tirole (1994), e come in parte realizzato con la FDICIA nell'esperienza statunitense (Marotta 2003a).

Anche la presenza di finanziamenti subordinati ai depositi a vista indebolisce l'effetto disciplina di questi ultimi, per le ragioni esposte nel modello DR. La riduzione del grado di fragilità finanziaria delle banche è tuttavia quanto richiesto dalla nozione di liquidità sottesa alla trattazione del rischio sistemico: solo in quanto istituzioni che non falliscono si realizza quella che in Allen-Gale (2000) è caratterizzata come una modalità di ripartizione ottimale del rischio tra generazioni di consumatori, che possono così finanziare un flusso relativamente stabile di consumi nel tempo. Più precisamente, questa funzione è resa possibile dall'operare di istituzioni operanti su un orizzonte multiperiodale, in grado di fornire servizi di assicurazione contro shock macroeconomici attingendo a riserve patrimoniali accumulate non distribuendo utili, sotto forma di maggiori remunerazioni ai depositanti o minori tassi attivi ai prenditori o maggiori dividendi agli azionisti, conseguiti nei periodi di congiuntura favorevole. La minore importanza attribuita a indicatori di redditività nel breve periodo individua sistemi bancocentrici, come quelli dell'Europa continentale. La crescente importanza dei mercati finanziari anche in questi paesi e il maggiore orientamento verso gli azionisti (e quindi l'attenzione a indicatori di redditività a breve) mette tuttavia a repentaglio il permanere di questi assetti, a favore dell'alternativa, che si fonda sulla diversificazione istantanea del rischio in un dato momento, che può consentire di ridurre, sino ad annullarlo, il rischio non sistematico. A questo fine occorrono sistemi finanziari quali quelli dei paesi anglosassoni, contraddistinti da ampi mercati e da un'operatività bancaria orientata ad essi, su cui sia possibile effettuare transazioni sino ad allocare il rischio in proporzione maggiore ai soggetti meglio in grado di gestirlo. L'operare fluido dei mercati, relativamente sia agli strumenti finanziari già disponibili sia ad altri da creare e successivamente standardizzare, esigono capacità di risk management che solo operatori finanziari professionali, e in particolare le banche, possono avere. Ciò può motivare una regolamentazione fondata su modelli interni di valutazione del rischio, così come previsto nella proposta di riforma dell'accordo di Basilea (Marotta 2003a).

Un aspetto più controverso, sotto il profilo della regolamentazione, è quello connesso al *relationship lending*, e che nella letteratura – si pensi sempre al modello DR - è l'elemento fondante per l'intermediario banca, specialmente se di dimensioni medio-piccole, ma non solo, visto che esso rimane una componente rilevante anche nell'operatività delle grandi nei confronti di prenditori minori con scarso accesso ai mercati. Sebbene preservare il patrimonio di conoscenze acquisito nei rapporti di clientela non rientri in genere tra le finalità proprie della regolamentazione prudenziale, il peso che esso ricopre nella riflessione teorica sulla banca sollecita un'esplicita considerazione del suo ruolo, senza per questo giungere al risultato che si debba escludere il fallimento della singola banca.

Un tema sollevato dal processo di consolidamento dell'industria bancaria è come istituzioni grandi, e quindi più gerarchizzate, trattano l'informazione disponibile sui prenditori al fine di concedere o meno credito. Nel caso in cui l'informazione disponibile per il datore sia *soft*, nel senso che è ad elevata intensità di informazione privilegiata perché costituita da dati prevalentemente qualitativi, raccolti nell'ambito di rapporti personali, anziché su dati codificati secondo procedure standardizzate perché facilmente osservabili (garanzie reali, come scorte e crediti commerciali, informazioni quantitative da bilanci e da relazioni finanziarie e da valutazioni di revisori, indicatori quantitativi forniti da procedure di *credit-scoring*), le piccole imprese dovrebbero essere penalizzate se il credito è erogato da istituzioni gerarchizzate, che decidono sulla base del vaglio comparato di informazioni raccolte ai livelli più bassi. Questa ipotesi è in effetti confermata empiricamente su dati americani (Berger *et al.* 2002). Per mitigare questo effetto sarebbe opportuno, alla luce dell'approccio dei contratti incompleti, secondo cui l'allocatione del controllo influenza gli incentivi alla ricerca di informazioni, attribuire *ex ante* il diritto di controllo su un ammontare di fondi prefissato a chi, a diretto contatto con i potenziali prenditori, debba svolgere la ricerca di progetti da finanziare. L'importanza del lavoro citato sta nell'individuare in modo preciso un elemento di illiquidità dell'attivo bancario, collegando il prestito alle conoscenze privilegiate acquisite dal responsabile locale per la valutazione dei fidi e nell'indicazione, di conseguenza, che la protezione del valore incorporato nel rapporto di clientela passa non solo e non tanto nell'eventuale salvataggio della piccola banca acquisita da una più grande, quanto nel preservare la stessa struttura organizzativa – relativamente poco gerarchizzata e con rilevante autonomia decisionale - che ha consentito la costituzione di un patrimonio informativo sull'economia locale.

La formazione di conglomerati finanziari, con un'organizzazione complessa anche in relazione alla loro operatività in più paesi, e con conseguenti problematiche di “*too big to fail*” tende a richiedere un trattamento differenziato sotto il profilo della regolamentazione rispetto alle banche più piccole/tradizionali. Le ragioni sono legate sia alla maggiore rapidità nel mutamento

degli assetti organizzativi in risposta alle sollecitazioni dei mercati, che renderebbero poco informativi schemi di supervisione basati su documentazione contabile, sia alle possibili esternalità, dovute non solo alla dimensione elevata ma anche alla presenza concentrata in mercati specializzati, in termini di rischio sistemico, sia infine all'opportunità di contrastare tempestivamente comportamenti intesi a sfruttare l'estensione implicita della *safety net* anche a entità finanziarie non bancarie incluse nel conglomerato. Esempi di condotte delle autorità in questo senso sono quelli relativi al trattamento delle cosiddette organizzazioni bancarie complesse negli Stati Uniti, nei paesi scandinavi e nel Regno Unito (Marotta 2003b).

6. Conclusioni

Il processo di consolidamento dell'industria bancaria e di formazione di conglomerati e lo sviluppo del mercato del trasferimento del rischio di credito hanno potenzialmente ricadute significative sulla riflessione teorica circa il ruolo delle banche. L'impatto è stato di fatto sinora piuttosto contenuto, in parte presumibilmente a causa del rinnovato interesse per la comprensione delle cause delle molteplici crisi bancarie verificatesi anche in periodi recenti in molti paesi emergenti, con una struttura finanziaria incentrata su banche commerciali tradizionali.

Con riguardo a questo modello di intermediario, alcuni lavori recenti mostrano come la creazione di liquidità origini da entrambi i lati del bilancio e sia il portato logico della fragilità finanziaria della banca stessa, precedentemente indicata come causa dell'esposizione al rischio di corse agli sportelli. Un'implicazione importante è che si debba procedere con cautela nel disegnare assetti di regolamentazione prudenziale bancaria mirati alla protezione dei depositanti, per evitare che il perseguimento dell'obiettivo della stabilità non comprometta i vantaggi, in termini di creazione di liquidità, dell'effetto disciplina sul management e sugli azionisti di controllo, perché questo è alla base della credibilità degli impegni che l'intermediario assume, in una prospettiva multiperiodale, nei confronti dei prenditori e dei depositanti.

Appendice 1. I sistemi di pagamento all'ingrosso

Una delle conseguenze più significative della crescita delle attività finanziarie nei paesi avanzati nell'arco dello scorso ventennio è stata la crescita, senza precedenti, del volume delle transazioni nei *sistemi di pagamento interbancari all'ingrosso*. Il funzionamento ordinato di questi sistemi è un prerequisito essenziale perché sia possibile convertire prontamente titoli in moneta minimizzando i costi di attesa di riscossione del controvalore.

I sistemi di pagamento all'ingrosso funzionano essenzialmente secondo due modalità (Bagliano-Marotta 1999). La prima, quella della *regolamentazione netta*, prevede che le banche si scambino nell'arco di un dato intervallo temporale (una volta la giornata lavorativa, oggi anche solo alcuni minuti) messaggi di accredito e di indebitamento, a seconda che i clienti vendano o acquistino titoli, e che alla fine del periodo i saldi creditori o debitori vengano regolati spostando i depositi che ciascuna banca ha presso un organismo che agisce da *stanza di compensazione*. Le transazioni non possono ritenersi completate se non dopo che la banca coinvolta è risultata in grado di far fronte al suo debito netto o ha ricevuto quanto di sua spettanza. In caso contrario, o essa riesce a ottenere finanziamenti sul mercato interbancario o dalla banca centrale oppure si procede a ritroso, sino a rendere definitive le transazioni effettuate fino al momento in cui si aveva un'adeguata disponibilità di fondi. Tutte le successive transazioni non vanno a buon fine, con conseguenti ritardi di esecuzione quando non siano, nella peggiore delle ipotesi, cancellate. La seconda modalità, della *regolazione lorda*, prevede invece che in corrispondenza a ciascuna transazione si verifichi un trasferimento contestuale dei fondi di ciascuna banca presso la banca centrale. Se la banca che invia il messaggio di acquisto ha fondi sufficienti, l'ordine è eseguito irrevocabilmente; in caso contrario, esso è in linea di principio cancellato. Due meccanismi consentono di rendere meno frequenti le cancellazioni: *a)* gli ordini non eseguiti vanno in coda, per poi esserlo nel numero maggiore possibile man mano che i fondi diventano disponibili; *b)* la banca centrale, che in genere gestisce il sistema, concede dei prestiti nel corso della giornata, dietro il pagamento di tariffe (come nel caso statunitense) o gratuitamente ma solo se garantiti da titoli (come nel caso del sistema *TARGET*, che collega quelli nazionali - il *BI-REL* nel caso italiano - nell'*UME*). Un'importante conseguenza dell'interposizione della banca centrale nelle transazioni interbancarie è di rimuovere il rischio di credito e di mitigare le conseguenze di situazioni di insolvenza anche di un operatore di dimensioni rilevanti, che nel caso di sistemi a compensazione netta, potrebbero invece dare origine a ricadute sistemiche sulla catena di transazioni sino a quel punto effettuate.

Un'implicazione del coinvolgimento delle banche nel consentire l'effettuazione di transazioni sui mercati finanziari e nel fornire servizi di custodia dei titoli è che di fatto finiscono

per divenire il contenitore principale delle informazioni relative alla titolarità dei titoli, ma anche il crocevia dei movimenti e di riciclaggio dei fondi di provenienza illecita, con ovvi profili di regolamentazione (si veda ad esempio il mandato per la FSA; Marotta 2003b).

Appendice 2. Securitization

Con *securitization*, neologismo traducibile in *cartolarizzazione* o *titolarizzazione*, si fa riferimento alla tendenza, presente nei sistemi finanziari più sviluppati, a una maggiore incidenza dei titoli negoziabili emessi dal prestatore di fondi rispetto ai prestiti. Due sottospecie, connesse a operazioni bancarie, sono la trasformazione in titoli di un insieme di prestiti, che va sotto il nome di *asset backed securitization* (ABS), e la raccolta diretta di fondi tramite l'emissione di carta commerciale, quasi sempre accompagnata dalla concessione di una linea di credito. Il prestito tradizionale fa parte delle poste dell'attivo di bilancio della banca, che si addossa il rischio di credito; nell'ABS, la banca risulta invece coinvolta solo come soggetto che origina il prestito, mentre sono gli investitori di mercato, cui viene anche trasferito il rischio di credito, a provvedere a fornire i fondi; di conseguenza, la remunerazione della banca, anziché sotto forma di interessi attivi sul prestito, si manifesta essenzialmente in quella di commissioni per i servizi specialistici offerti.

Più in dettaglio, un'operazione di ABS inizia con il raggruppamento di prestiti – prevalentemente mutui ipotecari, al consumo, in sofferenza ovvero in ritardo con i pagamenti degli interessi o con il rimborso del capitale - o contratti di *leasing* con caratteristiche relativamente omogenee. Questo insieme di attività è poi venduto a un'entità giuridica (*società veicolo*) costituita appositamente che, a sua volta, paga con i fondi acquisiti emettendo titoli. La gestione, per ogni emissione di ABS, della raccolta dei pagamenti per interessi e per rimborso del capitale relativi alle sottostanti attività e del trasferimento di questi fondi agli investitori è responsabilità di un soggetto, che può essere la stessa banca o una società fiduciaria. L'attività del gestore può essere sottoposta alla supervisione di una parte terza.

Gli investitori sono di solito protetti attraverso le garanzie fornite da agenzie pubbliche (come nel caso della maggior parte dei prestiti ipotecari negli Stati Uniti) o dalla stessa banca e/o da altri soggetti, come ad esempio compagnie di assicurazione. Per le diverse classi di titoli e per il complesso dell'operazione è di solito richiesta una valutazione a una società di *rating*. Per ampliare il grado di appetibilità sui mercati, può essere eliminata la coincidenza tra le scadenze (per pagamento interessi e rimborso del capitale) delle attività sottostanti e quelle dei titoli emessi in contropartita, prevedendo ad esempio titoli che danno diritto solo alla riscossione di cedole, per

investitori interessati a ricevere un reddito periodico, o solo al rimborso del capitale, per chi invece preferisce dei titoli con cui speculare su variazioni delle quotazioni.

Con riferimento all'elencazione delle componenti elementari di un'operazione di ABS la banca può limitarsi a originare il prestito, curarne il servizio di riscossione di interessi e capitale e fornire garanzie parziali circa il buon esito, traendo dei benefici non tanto dalla differenza tra i tassi attivi e quelli passivi, quanto piuttosto dalle commissioni. Inoltre, mentre con il prestito tradizionale il capitale è rimborsato alla scadenza e gli interessi attivi maturano nel corso del tempo, con la *securitization* la banca, oltre alle commissioni, ottiene subito il controvalore del prestito dalla società veicolo. Ciò ha il vantaggio di rendere disponibili per nuovi investimenti risorse che altrimenti sarebbero state immobilizzate fino all'estinzione naturale del prestito. Infine, la banca può eludere gli eventuali oneri, di natura regolamentare, sulla riserva obbligatoria sui depositi, che sono sostituiti come risorsa dai fondi ottenuti cartolarizzando i prestiti precedentemente erogati, e sui requisiti minimi di capitale, determinati in relazione all'ammontare dei prestiti il cui rischio di credito ricade sulla banca.

I principali punti critici della tecnologia dell'ABS sono due: l'elevato valore unitario minimo delle transazioni, per consentire di assorbire i costi fissi generati dall'intervento di istituzioni specializzate - società di assicurazione, agenzie di *rating* - , specie se richieste di fornire i loro servizi rispetto a prestiti "troppo" rischiosi; la presenza di un'articolata tipologia di investitori, di per sé testimonianza di un elevato grado di sviluppo della struttura finanziaria.

Le implicazioni dell'ABS quanto all'allocazione del rischio di credito sono legate al grado di rischiosità dei prestiti cartolarizzati. In presenza di informazioni asimmetriche è plausibile che vengano cartolarizzati quelli migliori, e ciò perché i potenziali investitori incorporano nel prezzo che sono disposti a pagare per i titoli emessi in contropartita l'aspettativa che la banca effettuerà un livello di monitoraggio non ottimale, con un conseguente maggiore rischio di credito. La banca, dovendo confrontare i costi di una valutazione bassa del prestito cartolarizzato con i benefici di minori oneri regolamentari, finirà quindi per vendere i prestiti il cui rendimento dipende meno dal grado di monitoraggio esercitato sui loro titolari (perché coperti da una garanzia pubblica, come nel caso dei mutui ipotecari negli USA, o relativamente standardizzati e diversificati su un insieme numeroso di debitori, come nel caso del credito per consumo)³².

Tirando le somme, l'ABS è un'innovazione che aumenta il grado di negoziabilità dell'attivo bancario, anche se non riesce a incidere su quella parte, costituita da prestiti a imprese medio-

³² Lo stesso discorso – il ricorso al finanziamento diretto di mercato solo nel caso dei prenditori meno rischiosi – si applica quando le banche intervengono come datrici di linee di credito, lucrando commissioni, a garanzia delle emissioni di carta commerciale.

piccole meno note o ad individui, che richiede maggiori servizi di monitoraggio per controllare il rischio di credito. Mutano anche le competenze specifiche che la banca deve essere in grado di offrire alla clientela più sofisticata, visto che deve essere in grado di selezionare i prenditori, di inventare soluzioni di ingegneria finanziaria, che consentano di offrire prodotti differenziati per diverse tipologie di investitori a partire dalla materia prima costituita da un prestito, di differenziare le proprie fonti di raccolta per poter onorare le garanzie fornite. I costi fissi necessari per l'acquisizione di queste competenze, innanzitutto di personale qualificato ma anche di strutture informatiche e di reti di contatti con primarie istituzioni internazionali, possono essere assorbiti solo da banche di dimensioni ampie.

Il *contratto derivato di credito* ha posto le basi perché la banca trasferisca il rischio di credito anche del singolo prestito, acquistando, in cambio di una commissione, la protezione dalla controparte, che si impegna a compensarla delle perdite cui andrebbe incontro per il mancato rispetto degli obblighi assunti dal debitore - evento la cui definizione condivisa nel contratto è la principale causa del manifestarsi del rischio legale-. Questo tipo di innovazione può essere usata per limitare l'esposizione di un operatore non solo nei confronti di singoli (grandi) debitori, ma anche rispetto a interi settori produttivi o a paesi. Ad esempio, può essere opportuno per una banca americana diversificare il proprio portafoglio prestiti, detenendo una quota del rischio di credito associato a crediti a prenditori italiani: a questo fine, senza dover effettivamente erogare prestiti, basta sottoscrivere un contratto di trasferimento del rischio di credito con una, presumibilmente italiana, che ne ha effettuati.

Riferimenti bibliografici

- Allen, F. e D. Gale (1997), Optimal Financial Crises, Wharton, wp 97-01.
- Allen, F. e D. Gale (2000), *Comparing financial systems*, MIT Press, Cambridge MA.
- Allen, F. e A.M. Santomero (1997), The theory of financial intermediation, *Journal of Banking and Finance*, 21, 11-12, 1461-85.
- Bagliano, F-C. e G. Marotta (1999), *Economia Monetaria*, Il Mulino, Bologna.
- Berger, A.N., Miller, N.H., Petersen, M.A., Rajan, R.G., Stein, J.C. (2002), Does function follow organizational form? Evidence from the lending practices of large and small banks, NBER wp n. 8752
- BIS (2003), Annual report, www.bis.org.
- Bossone, B. (2001), Should banks be narrowed?, IMF WP/01/159
- Cabral, I., F. Dierick e J. Vesala (2002), Banking integration in the euro area, *ECB Occasional Paper* n.6.
- Calomiris, C.W. e C.M. Khan (1991), The role of demandable debt in structuring optimal banking arrangements, *American Economic Review*, 81, 3, 497-513.
- CGFS (2003), *Credit risk transfer*, BIS, www.bis.org.
- Conigliani, C., G. Ferri e A. Generale (1997), La relazione banca-impresa e la trasmissione degli impulsi della politica monetaria, *Moneta e Credito*, giugno, 139-65.
- De Bandt, O. e P. Hartmann (2000), Systemic risk: a survey, CEPR w.p. n. 2634.
- De Macey, J. e M. O' Hara (2003), The corporate governance of banks, FRB of New York, *Economic Policy Review*, 9, 1.
- De Nicolò, G., P. Bartholomew, J. Zaman e M. Zophirin (2003), Bank consolidation, internalization and conglomeration. Trends and implications for financial risks, IMF WP/03/158.
- Dewatripont, M. e J. Tirole (1994), *The prudential regulation of banks*, MIT Press, Cambridge MA.
- Diamond, D.W. (1984), Financial intermediation and delegated monitoring, *Review of Economic Studies*, 51, 393-414.
- Diamond, D.W. e P. Dybvig (1983), Bank runs, deposit insurance and liquidity, *Journal of Political Economy*, 9, 401-19; trad.it. in G. Marotta e G.B. Pittaluga (a cura di) *La teoria degli intermediari bancari*, Il Mulino, Bologna, 1993.
- Diamond, D.W. e R. Rajan (2001), Liquidity risk, liquidity creation and financial fragility: A theory of banking, *Journal of Political Economy*, 109, April, 287-327.
- Fama, E. (1985), What's different about banks?, *Journal of Monetary Economics*, 15, 29-39, trad.it. in G. Marotta e G.B. Pittaluga (a cura di), cit.
- Garber, P. e S. Weisbrod (1990), Banks in the Market for Liquidity, NBER wp n. 6619
- Gorton, G. e G. Pennacchi (1990), Financial intermediaries and liquidity creation, *Journal of Finance*, XLV, 1, 49-71.
- Guiso, L., T. Jappelli e M. Haliassos (2001), *Household Portfolios*, MIT Press, Cambridge MA.
- Hellwig, M. (1991), Banking, financial intermediation and corporate finance, in A. Giovannini e C. Mayer (a cura di) *European Financial Integration*, Cambridge University Press, Cambridge; trad.it. in G. Marotta e G.B. Pittaluga (a cura di), cit.
- Hellwig, M. (1995), Systemic aspects of risk management in banking and finance, *Swiss Journal of Economics*, 723-37.
- Hellwig, M. (1998), Banks, markets, and the allocation of risks in an economy, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 154, 329-45.
- Hellwig, M. (2003), Comment, in Gaspar, V., P. Hartmann e O. Sleijpen (a cura di) *The transformation of the European financial system*, Second ECB Conference on Central Banking, www.ecb.int.
- Kashyap, A.K., R. Rajan e J.C. Stein (1999), Banks as liquidity providers: an explanation for the co-existence of lending and deposit-taking, NBER wp n. 6962.
- Kennickell, A.B., M. Starr-McCluer e B.J. Surette (2000), Recent changes in U.S. family finances: results from the 1998 Survey of Consumer Finances, *Federal Reserve Bulletin*, January, 1-29.
- Marotta, G. (2003a), I principali strumenti della regolamentazione prudenziale bancaria: verso una discrezionalità eccessiva delle autorità?, Università di Modena e Reggio Emilia, DEP, *Materiali di discussione*, n. 441.
- Marotta, G. (2003b), L'assetto istituzionale della regolamentazione prudenziale. Uno o più regolatori?, Università di Modena e Reggio Emilia, DEP, *Materiali di discussione*, n. 443.
- Myers, S.C. e R. Rajan (1998), The Paradox of Liquidity, *Quarterly Journal of Economics*, August.
- Mishkin, F. (1999), Financial consolidation: dangers and opportunities, *Journal of Banking and Finance*, 23, 675-91.
- Olson, M.W. (2002), Observations on the evolution of the financial services industry and public policy, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20020207>.
- Ongena, S. e D.C. Smith (2000), What determines the number of bank relationships? Cross.-country evidence, *Journal of Financial Intermediation*, 9, 26-56.
- Padoa-Schioppa, T. (2002), Reflections on recent financial incidents, www.ecb.int.
- Petersen, M.A. e R. Rajan (1994), The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data, *Journal of Finance*, March, 3-37.

Posen, A.S. (2001), *A strategy to prevent future crises: safely shrink the banking sector*, Institute for International Economics.

Saidenberg, M.R. e P.E. Strahan (1999), Are banks still important for financing large businesses?, Federal Reserve Bank of New York, *Current Issues in Economics and Finance*, 5, no 12.

Sbracia, M. e A. Zaghini (2001) Crises and contagion: the role of the banking system, BIS, www.bis.org.

Winton, A. (1999), Don't put all your eggs in one basket? Diversification and specialization in lending, www.ssrn.com.