

Luigi Zingales
le mie prediche inutili

Sulle Banche

1

Le avvisaglie della crisi bancaria Prima del 22 novembre 2015

Introduzione

“Why did nobody notice it?” chiese la Regina Elisabetta ai professori della London School of Economics dopo la crisi finanziaria del 2008. Questa legittima domanda viene oggi ripetuta dopo ogni scandalo e dopo ogni crisi. Quindi a maggior ragione dopo questa crisi bancaria che sta travolgendo l'Italia. Non solo dove erano le autorità di regolamentazione, ma anche dove erano i professori, i giornalisti, i commentatori. Come è possibile che nessuno abbia notato, parlato, protestato?

È una domanda sacrosanta. “Qui assiste au crime – scriveva Victor Hugo – assiste le crime.” In altri termini, chi non dissente pubblicamente, è complice. E lo è tanto più quanto più è un esperto della materia, perché non poteva non sapere, non poteva non capire. Proprio per questo mi sembra doveroso sottomettermi al giudizio dei lettori. La domanda non è se avessi dovuto scrivere di più. Con il senno di poi, tutti vorremmo aver scritto di più. La domanda è se ho parlato a sufficienza dei problemi delle banche, prima che esplodessero. Se ho messo sufficientemente in guardia dai rischi di ritardare la soluzione della crisi bancaria? A voi il giudizio.

Per comodità ho diviso gli articoli (e qualche intervista) in due periodi: prima dell'intervento dello Stato nelle 4 banche regionali (avvenuto il 22 Novembre 2015) e dopo questo intervento.

Tra politica e credito l'equilibrio che non c'è

(Il Sole 24 Ore – 18 marzo 2007)

Quando a Willy Sutton, un famoso bandito americano, fu chiesto perché rapinava le banche, la sua risposta fu: «Perché è dove ci sono i soldi». Nella sua disarmante semplicità questa è anche la risposta al perché il controllo delle banche è centrale all'intero dibattito sulla corporate governance, e non solo in Italia. Per inerzia dei depositanti o per esplicita regolamentazione, le banche godono di una posizione privilegiata nella gestione del risparmio delle famiglie.

«Controllano i soldi» per usare il linguaggio di Willy Sutton. Grazie a questo controllo, le banche hanno un enorme potere discrezionale nel finanziamento delle imprese. Da qui la loro centralità nella corporate governance. Le banche, però, hanno bisogno del potere politico per proteggere la loro posizione dominante nella gestione del risparmio e impedire che venga introdotta una maggiore competizione nel mercato dei capitali. Al tempo stesso i politici hanno bisogno delle banche per finanziare le loro campagne elettorali e favorire gli imprenditori amici. E hanno bisogno del supporto dei mass media, i quali non di rado dipendono dai banchieri per il loro finanziamento. Queste liaisons dangereuses si trasformano inevitabilmente in un rapporto di dipendenza. O sono i politici a controllare le banche o sono i banchieri a controllare i politici.

In Italia fino a metà degli anni 90 erano i politici a controllare le banche. Le più grosse banche erano di proprietà pubblica e i consigli di amministrazione delle casse di risparmio erano di nomina politica. Il risultato, come chiaramente dimostrato in un lavoro di Paola Sapienza («The Effects of Government Ownership on Bank Lending», *Journal of Financial Economics*, Volume 72, Issue 2, May 2004, p. 357-384), era il clientelismo politico: prestiti a tassi di favore nei distretti elettorali dei politici che avevano nominato gli amministratori bancari.

Negli ultimi dieci anni, con la privatizzazione delle grandi banche e la trasformazione delle casse di risparmio in Spa, il rapporto si è rovesciato. Invece che essere le banche al servizio dei politici ora è la politica al servizio delle banche. È di questi giorni la notizia che Gianpiero Fiorani, quando era a capo della Banca popolare italiana, disponeva di un fondo segreto di 50 milioni di euro da elargire ai politici in cambio di appoggio. E il supporto trasversale in Parlamento alla politica bancaria di Antonio Fazio dimostra l'enorme potere che banchieri spregiudicati come Fiorani possono accumulare. Se non fosse stato per l'opera dei magistrati, l'attenta denuncia dei giornali e l'intervento tempestivo della Consob, oggi la Banca popolare italiana sarebbe una delle prime banche del Paese e Fiorani il nuovo Enrico Cuccia.

Esiste una via di scampo tra questi Scilla e Cariddi? Storicamente negli Stati Uniti il potere delle banche è stato limitato dal federalismo. Impauriti dal possibile strapotere delle banche di New York, gli altri Stati hanno reso difficile la creazione di colossi bancari. Lo Glass Steagall Act, che nel 1933 sancì la separazione tra banche commerciali e banche di investimento, non fu che un esempio di questa politica. Oggi che è stato abolito e sono state rimosse molte delle restrizioni al consolidamento, il potere delle banche è limitato dal mercato. Quando i fondi di private equity sono in grado di fare acquisizioni da 40 miliardi di dollari e controllano complessivamente 1.300 miliardi di dollari, la centralità delle banche svanisce.

E in Italia? Se esistesse la volontà politica, la soluzione sarebbe relativamente semplice. In attesa che il mercato finanziario faccia da contrappeso alle banche, per limitare il potere di queste ultime è indispensabile la frammentazione del mondo bancario. Questo significa che, anche se fossero benefiche dal punto di vista dell'efficienza economica (e molto spesso non lo sono), fusioni come quelle tra Banca Intesa e San Paolo vanno considerate come estremamente insidiose dal punto di vista politico e viste con diffidenza. La frammentazione è ancora più positiva - ci insegna l'esperienza americana - quando la proprietà è divisa tra banche provenienti da giurisdizioni diverse.

Quindi se acquisizioni ci devono essere, meglio che siano di stranieri in Italia e di italiani all'estero.

Per ridurre il potere dei banchieri sui politici è anche necessaria maggiore trasparenza. Se tutti i prestiti fatti dalle banche ai partiti, ai mezzi di comunicazione e ai politici stessi fossero resi pubblici (con relative condizioni praticate) uno dei maggiori canali di influenza verrebbe meno.

Ma non c'è miglior medicina per ridurre lo strapotere delle banche che sottomettere i banchieri alla disciplina del mercato. Quando devono rispondere ai loro soci del modo in cui gestiscono i soldi, le possibilità di pratiche opache si riducono. Quando il dibattito sulle scelte gestionali si svolge di fronte al mercato (come nel caso della sfida del Children's Investment Fund ad Abn Amro) e non dietro le quinte (come nello scontro tra Matteo Arpe e Cesare Geronzi), l'intreccio diventa più difficile. Ma perché questo avvenga è necessario rompere le ragnatele dei patti di sindacato tra fondazioni che ingessano il mercato del controllo bancario, proteggendo i banchieri amici dalla disciplina del mercato. Per farlo, basterebbe imporre alle fondazioni un principio basilare: la diversificazione di portafoglio. Detenere una quota molto significativa dell'attivo di una fondazione in un unico titolo non è solo illogico dal punto di vista economico, è anche immorale, perché assoggetta i destinatari delle opere di beneficenza finanziate dalle Fondazioni a un rischio non necessario. Eliminare questo assurdo economico non solo migliorerebbe la governance delle banche (e quindi dell'intero sistema d'impresa), ma anche la performance del portafoglio delle Fondazioni e quindi le loro elargizioni, a vantaggio di tutta la comunità.

Ho detto che la soluzione sarebbe facile se ci fosse la volontà politica. Ma da dove può venire questa volontà? Dalla reazione sdegnata alle rivelazioni di Fiorani. Dopo aver evitato per un soffio il rischio di un Paese controllato da un banchiere malandrino, i politici di entrambi gli schieramenti dovrebbero sostenere urgentemente una riforma di questo tipo. A meno che... non siano già a libro paga di un altro banchiere.

In Europa è necessario fare il test allo stress test

(Sole 24 Ore - 24 giugno 2010)

Lentamente i principali stati europei stanno accettando l'idea proposta dal Segretario del Tesoro Americano Geithner di sottoporre le banche europee ad uno "stress test" (ovvero una verifica della loro solvibilità in vari scenari) e di renderlo pubblico.

Non c'è dubbio che qualcosa si debba fare. Anche se lontana dai massimi dell'immediato dopo Lehman, la tensione sul mercato interbancario europeo è elevata. Le banche hanno paura di prestarsi denaro l'una l'altra perché non sono sicure di rivedere indietro i loro soldi nel caso in cui uno degli stati sovrani fosse costretto a ristrutturare i propri debiti.

Nell'incertezza invece di prestarsi i soldi, accumulano riserve presso la banca centrale europea. Purtroppo questa reazione tende ad innescare un circolo vizioso. Anticipando che le altre istituzioni finanziarie non prestano sul mercato interbancario, ogni banca ha paura di trovarsi senza accesso alla liquidità nel momento in cui possa averne bisogno. Di conseguenza accumula riserve precauzionali presso la banca centrale molto superiori a quelle che detiene normalmente, riducendo ulteriormente i prestiti sul mercato interbancario (e quindi peggiorando la situazione). Per motivi precauzionali, le banche riducono anche i prestiti, con gravi danni per l'economia.

Non sorprende che Geithner suggerisca uno stress test. Fu quello che propose negli Stati Uniti e lì funzionò a meraviglia per risolvere una tensione ancora maggiore sul mercato interbancario che era seguita al fallimento di Lehman. Ma lo stress test non è un rito magico. Prima di applicarlo fideisticamente in Europa è necessario capire perché funzionò negli Stati Uniti, perché, a dire il vero, non era ovvio che funzionasse neppure lì.

Il principio fondamentale sottostante lo stress test è che la tensione sul mercato interbancario sia dovuta all'incertezza. Ciascuna banca teme la solvibilità delle altre perché non è a conoscenza della loro esatta situazione finanziaria. Nell'incertezza si astiene dal prestare a tutte. Lo stress test, mettendo in evidenza chi è effettivamente a rischio, libera dal sospetto le altre banche, facendo ripartire il mercato interbancario.

Perché questo esercizio funzioni, però, è necessario che chi lo fa sia credibile. Se nello stress test la Banca di Spagna scoprisse per ipotesi che il Santander fosse a rischio, avrebbe il coraggio di rivelarlo al mercato? Difficile immaginarlo, perché le conseguenze politiche ed economiche per la Spagna sarebbero molto gravi. Se il mercato anticipa questa possibilità non si fiderà dello stress test. Se il maestro ha un incentivo a promuovere tutti gli studenti, un voto di sufficienza non significa nulla. Come hanno fatto gli americani ad evitare questo rischio?

Nel 2009 Geithner disse chiaramente che lo scopo del test non era di bocciare alcuna banca, ma solo di verificare di quanto capitale ciascuna istituzione finanziaria avesse bisogno. Nel caso una o più banche non riuscissero a reperire i capitali necessari sul mercato, Geithner garantì che il governo li avrebbe forniti. In un momento in cui le banche americane temevano una nazionalizzazione, quest'annuncio fu accolto con sollievo. In Europa, però, finora questa garanzia non è stata offerta.

Il secondo meccanismo che ha garantito maggiore credibilità allo stress test americano è la condivisione dei criteri con il mercato. Prima di effettuare lo stress test Geithner comunicò gli scenari che avrebbe utilizzato per testare la solvibilità delle banche. Questi scenari erano molto simili a quelli utilizzati dai principali analisti di mercato e questo diede credibilità all'esercizio.

Il problema è che in Europa gli scenari plausibili riguardano la ristrutturazione del debito in vari stati sovrani. E qui sta la difficoltà. Come può qualsiasi istituzione governativa europea ammettere, anche a livello teorico, una possibilità che politicamente nega nella maniera più assoluta? Se lo stress test ammette la possibilità di un default della Grecia e/o di qualche altro stato sovrano mina la credibilità della politica di sostegno varata dai governi europei. Ma se non lo ammette, rende lo stress test assolutamente inutile.

Le incognite del fondo Profumo

(Sole 24 Ore - 14 luglio 2010)

Mentre gli Stati Uniti stanno approvando una riforma finanziaria lunga 2.400 pagine, in Europa poco è cambiato dalla crisi. Non stupisce quindi che Alessandro Profumo, amministratore delegato di uno dei più grossi gruppi bancari europei, si preoccupi. La preoccupazione è aumentata dal fatto che l'ad di Unicredit non può contare sulla stessa garanzia statale implicita dei suoi colleghi francesi e tedeschi. Se guardiamo al prezzo dei credit default swap, il mercato si fida più del debito di Unicredit che del debito dello stato italiano.

Difficile quindi pensare che in un momento di crisi lo stato italiano possa soccorrere Unicredit come quello francese può soccorrere Bnp.

La preoccupazione di Profumo, però, è più generale. La crisi di una grande banca europea rappresenta la più grave minaccia alla sopravvivenza dell'euro. Quando il gruppo Fortis entrò in crisi nell'ottobre del 2008, le tensioni tra il governo belga e quello olandese arrivarono molto vicino a far saltare il sistema bancario europeo. Poi all'ultimo momento si trovò una soluzione. Ma non possiamo affidarci fideisticamente alla speranza che ogni concitato week end di trattative abbia un lieto fine. Il caso Lehman ci ha distrutto questa illusione. Dobbiamo elaborare un meccanismo d'intervento sicuro, con regole chiare e costi propriamente suddivisi.

Le proposte avanzate finora si concentrano sulla prevenzione, attraverso una regolamentazione dei soggetti a rischio, e sulla gestione dei casi di insolvenza, con piani di salvataggio o di liquidazione. Profumo propone un terzo strumento: un fondo privato per garantire alle banche accesso al mercato del credito nei momenti di tensione. Questa proposta, che fa tesoro dell'esperienza della passata crisi, non è alternativa ma complementare a quelle esistenti. Lo scopo del fondo proposto da Profumo non è quello di salvare banche insolventi, ma di aiutare banche solventi a superare una forte turbolenza dei mercati.

Purtroppo nei momenti di crisi la differenza tra illiquidità (una difficoltà temporanea a far fronte ai pagamenti) e insolvenza (un passivo superiore all'attivo) si fa molto fumosa. Nel caso delle banche l'illiquidità si trasforma molto rapidamente in insolvenza. È proprio per evitare che questa trasformazione avvenga troppo facilmente che furono inventate le banche centrali, con la loro funzione di prestatori di ultima istanza. Grazie a loro in una crisi le banche possono ottenere liquidità dietro la prestazione di garanzie sotto forma di titoli.

Durante la crisi del 2008, però, i prestiti di ultima istanza non furono sufficienti a sostenere il sistema bancario americano, né quello europeo. Molte banche non avevano sufficienti titoli da riscontare presso la banca centrale. Avevano bisogno dell'accesso al credito a medio termine, ma all'apice della crisi per molte di loro tale accesso era pressoché impossibile. Fu allora che sia il governo americano che vari governi europei intervennero garantendo le nuove emissioni di debito a medio termine delle banche, in cambio di un premio relativamente modesto. L'intervento si rivelò un successo. Anche calcolato al valore di mercato, il costo della garanzia per il governo fu limitato: nel caso americano solo 11 miliardi di dollari per le dieci più grandi banche. In cambio queste banche furono messe nella condizione di emettere fino a 819 miliardi di dollari di debito a medio termine garantito.

La certezza dell'accesso del credito a medio rassicurò i creditori a breve che le istituzioni non sarebbero fallite prima della scadenza dei loro prestiti, riaprendo così per le banche l'accesso anche ai crediti a breve. Insomma, con un costo limitato si ottenne un beneficio enorme.

Come tutti gli altri piani di intervento elaborati durante la crisi, anche questo fu inventato al momento. Per quanto di successo, non è detto che sia ricreato durante una crisi futura, visto l'enorme rabbia popolare nei confronti di ogni possibile forma di

aiuto alle banche. Da qui l'idea di Profumo di "privatizzare" questo schema. Il vantaggio è duplice. Da un lato lo si istituzionalizza, rendendolo più certo. Dall'altro lo si sottrae al potere politico, eliminando sia i rischi di una reazione populista, che le possibili interferenze associate a ogni intervento politico. La creazione di questo fondo privato, finanziato dalle stesse banche, ridurrebbe poi il rischio di una tassa sulle banche per la creazione di un fondo pubblico di sostegno, fondo che sarebbe più costoso e aumenterebbe gli incentivi ad assumere rischio.

L'idea di Profumo è valida, ma prima di essere implementata, deve risolvere alcuni problemi. Il primo è chi deciderà se si tratta di una situazione di illiquidità o di insolvenza. Profumo dice che l'intervento deve essere soggetto ad approvazione da parte dello Stability Group. Questo meccanismo garantisce che il fondo sia usato solo in caso di bisogno, ma non garantisce contro l'abuso del fondo per salvare banche insolventi, soprattutto se connesse politicamente. Meglio se la decisione di intervento è lasciata al pool di banche finanziatrici, che hanno tutto l'interesse a non sprecare i loro soldi.

Il secondo problema è come evitare che questo fondo incentivi le banche a prendersi più rischio sapendo che saranno poi salvate. Anche da questo punto di vista è meglio se la decisione di intervento è lasciata in mano ai privati, che non hanno interesse a salvare chi si è comportato in modo azzardato perché è facile che continui a farlo.

Il problema più importante, però, è in che misura un fondo privato, anche se di 20 miliardi di euro, possa risultare credibile. Lo stato può assicurare somme molto elevate senza prestare adeguata garanzia perché ha un potere che i privati cittadini non hanno: quello di tassare non solo la generazione presente, ma anche quelle future. Un fondo privato non avrebbe questo potere. Profumo sostiene che il fondo privato permetterebbe alle banche di raccogliere 50 miliardi di euro sul mercato con solo 5 miliardi di garanzia. Ma questo è vero solo in condizioni normali. In condizioni di forte tensione, quando i creditori temono di perdere tra il 60 e l'80% del loro prestito in caso di fallimento, 5 miliardi di garanzia consentirebbero a una banca di emettere molto meno. In altre parole, i 20 miliardi di fondo rischiano di essere troppo pochi per le banche europee.

I rischi delle polizze-depositi

(Sole 24 Ore - 22 febbraio 2011)

Il rischio maggiore nello scrivere commenti a caldo è quello di commettere errori di valutazione. Nel mondo accademico un'idea viene scrutinata e validata nel tempo. Nel mondo dei giornali, non c'è tempo: appena formulata un'idea, è già pubblicata. Di tutti i commenti giornalistici che ho scritto, mi rammarico di uno solo. Nel colmo della crisi del 2008 proposi una temporanea sospensione della valutazione ai prezzi di mercato (il famoso mark-to-market) dei soli titoli tossici per evitare il rischio di una spirale al ribasso.

Vista nel contesto di quel momento questa proposta era più che sensata.

Durante un panico di borsa esiste il rischio che il prezzo di mercato diventi eccessivamente basso. Se l'attivo viene immediatamente aggiornato ai prezzi di mercato, questo ribasso può costringere le imprese finanziarie a vendere, contribuendo a deprimere ulteriormente i prezzi di mercato e scatenando una spirale al ribasso. Quello che non capii all'epoca fu il danno di lungo periodo provocato dall'accettare l'idea di deviazioni dal principio. Un'eccezione temporanea su una parte dell'attivo diventa una regola permanente per tutto l'attivo. E così è stato. Nel 2009 i G-20 hanno modificato il mark-to-market per le banche e l'Isvap si è affrettata a farlo per le assicurazioni. Nel 2010 questa deroga è stata estesa, e ora il decreto milleproroghe (che deve essere approvato domani alla Camera) va oltre, permettendo alle società assicurative di usare i valori storici dei titoli di Stato emessi da paesi membri dell'Unione Europea anche nel calcolo dei coefficienti di patrimonializzazione (i solvency ratio). Questo significa che il capitale perso per il crollo di valore dei titoli greci e irlandesi non deve essere ricostituito.

Viene voglia di domandarsi il perché di questa eccezione. È forse un regalo agli amici greci e irlandesi? Ne dubito. È più facile pensare che si tratti di un favore a qualche impresa amica, che se dovesse applicare le regole vigenti si troverebbe in violazione dei coefficienti di patrimonializzazione e non sarebbe in grado di reintegrare il proprio patrimonio perché già in difficoltà finanziaria. Ma il potenziale danno che questa norma introduce è enorme.

Tradizionalmente le imprese di assicurazioni non erano a rischio di corse agli sportelli. A differenza delle banche, che hanno la maggior parte delle passività a breve sotto la forma di depositi, il passivo delle assicurazioni era a lungo termine: assicurazioni sulla vita e pensioni.

Il mondo però è cambiato. Molte assicurazioni sono entrate a fare competizione diretta alle banche. Per esempio, Mediolanum, società del gruppo Fininvest, ha introdotto da qualche anno un contratto assicurativo legato al conto corrente Freedom. Come descritto dal materiale informativo, «quando il saldo del conto supera la giacenza di 17mila euro, la liquidità oltre i 15mila euro viene investita sulla polizza; ugualmente, quando il saldo del conto scende sotto la giacenza di 13mila euro, viene disinvestito dalla polizza l'importo necessario a ristabilire sul conto la giacenza di 15mila euro».

Di fatto questa polizza assicurativa, che garantisce (almeno per tre mesi) un rendimento lordo del 2,5% annuo, è un libretto di risparmio. Ma un libretto di risparmio molto particolare perché ha rendimenti di gran lunga superiori a quelli di mercato, pur permettendo ai depositanti/assicurati la possibilità di disinvestire in qualsiasi momento.

In parte si tratta di un semplice arbitraggio fiscale. Invece di pagare il 27% di imposta sui depositi, il depositante paga solo il 12,5. In parte, si tratta di arbitraggio della regolamentazione. Invece di essere sottomessi alle regole bancarie, questi contratti sono sottomessi alle regole assicurative.

Ma questo non basta a spiegare i rendimenti offerti. O si tratta di una campagna di marketing, in cui Mediolanum offre rendimenti al di sopra del mercato come incentivo,

perdendoci la differenza tra i rendimenti passivi e quelli attivi, o Mediolanum è impegnata in una forte trasformazione delle scadenze (acquisto di titoli a lungo finanziati con depositi a breve) o del rischio (investimenti ad alto rischio finanziati con depositi a breve). Un'assicurazione che segua questa strategia può essere soggetta a una corsa agli sportelli.

Notizie negative sulla solidità del bilancio possono indurre i depositanti a ritirare i propri risparmi. Ma un massiccio ritiro rischia di trasformare una paura in realtà. Se una compagnia assicurativa deve smobilizzare titoli a lunga per fronteggiare un ritiro dei depositi, è costretta a subire delle perdite, che indeboliscono la situazione patrimoniale e spingono altri depositanti a ritirare i loro risparmi.

Questo problema è sempre stato presente nelle banche. Per questo sono regolate, in termini di capitale e di composizione dell'attivo, per questo hanno diritto ad accedere al prestatore di ultima istanza, che offre loro liquidità in caso di una corsa agli sportelli, e per questo hanno una forma di assicurazione sui depositi. Le società di assicurazioni però non hanno accesso alla banca centrale e non hanno assicurazione sui depositi.

Proprio per questo motivo il livello di patrimonializzazione è particolarmente importante: è quel buffer che garantisce che in caso di difficoltà a pagare siano gli azionisti della società e non i contribuenti. La crisi finanziaria ha dimostrato che l'anello debole del sistema finanziario americano erano i fondi di mercato monetario. Facevano competizione alle banche, promettendo un rendimento "sicuro" più elevato, ma investivano in titoli rischiosi (come Lehman). Dopo il collasso di Lehman, per bloccare la corsa al ritiro, il governo americano fu costretto ad estendere un'assicurazione a tutti. È necessario evitare che qualcosa di simile accada nel nostro paese. Il decreto milleproroghe va nella direzione sbagliata.

Operazioni di sistema (socialista)

(Sole 24 Ore - 6 aprile 2011)

Due settimane fa Tokyo Electric Power, in gravi difficoltà dopo che lo tsunami aveva colpito il suo impianto nucleare di Fukushima, è riuscita a prendere a prestito 2 mila miliardi di yen da un consorzio di banche. A capo del consorzio c'era Sumitomo Mitsui, una banca che, dopo quattordici anni, restituiva un favore. All'apice della crisi asiatica del 1997, Tokyo Electric Power, che allora godeva di un ottimo rating, prese a prestito 2 miliardi di dollari e li depositò presso Sumitomo Mitsui, aiutandola a superare la crisi.

Operazioni come queste esulano dalla normale logica commerciale. Anche se la restituzione del favore fosse stata garantita, nel 1997 la probabilità per Tokyo Electric Power di averne bisogno era così remota da non giustificare il costo sostenuto. E certamente non risponde a normali logiche commerciali rendere il favore, come ha fatto Sumitomo Mitsui, sopportando un elevato rischio di fallimento della controparte. Si tratta di "operazioni di sistema".

Sebbene più diffuse nei Paesi banco-centrici, operazioni di sistema come queste non sono sconosciute neppure nei Paesi anglosassoni. In Inghilterra esiste il famoso London approach della Banca d'Inghilterra: i creditori di un'azienda sull'orlo del fallimento vengono radunati in una stanza e convinti a coordinarsi.

E questo approccio fu seguito anche dalla Federal Reserve di New York, che nel 1998 usò la sua moral suasion per convincere i creditori dell'hedge fund Long Term Capital Management a salvarlo.

Questi esempi illustrano gli aspetti positivi delle operazioni di sistema: coordinando i vari partecipanti riducono le possibili inefficienze. Dobbiamo dedurre che tutte le operazioni di sistema siano vantaggiose?

No. La teoria economica ci dice che Adam Smith aveva ragione: in generale l'equilibrio derivante dalla libera competizione di agenti economici che massimizzano il loro profitto produce un risultato efficiente. Gli esempi menzionati qui sopra sono eccezioni che confermano la regola. Nel caso di un fallimento, per esempio, l'interesse individuale dei creditori può condurre a una liquidazione inefficiente di una società.

Questi esempi, però sono rari e ben definiti. Il rischio di operazioni di sistema generalizzate sono enormi.

Innanzitutto, anche assumendo che tutti i partecipanti siano animati da puro altruismo, le operazioni di sistema rischiano di sprecare risorse. Come sta scoprendo Bill Gates con la sua fondazione, è molto più difficile fare del bene regalando soldi che investendoli. Il motivo è che quando le risorse sono investite al fine del profitto esistono dei criteri molto semplici per calcolarne la redditività ed evitare di sprecarle. Non è altrettanto vero per i fini benefici. Se l'obiettivo è sradicare la malaria in Africa o preservare il dialetto della Val Camonica, quali parametri posso utilizzare per essere sicuro che le risorse sono investite nel modo ottimale?

Questa difficoltà è ampliata dal fatto che gli obiettivi delle operazioni di sistema sono spesso ambigui. Cosa significa salvare l'italianità di Parmalat? Significa proteggere i produttori di latte nostrani, i notabili che prestano servizi al quartier generale di Collecchio, un flusso di donazioni a iniziative benefiche in Emilia, la cultura alimentare italiana, o la poltrona di Enrico Bondi?

Molti di questi obiettivi possono essere raggiunti in modo molto più diretto. Per le iniziative benefiche, per esempio, esistono le fondazioni. Più efficienti sono le banche, più le fondazioni che le posseggono hanno fondi da distribuire. Questo è un meccanismo non solo più trasparente, ma anche più efficace per aiutare le iniziative benefiche locali. Anche se si vogliono aiutare i produttori di latte della Val Padana, si può farlo molto più efficacemente con un sussidio diretto. Il costo economico sarebbe di gran lunga inferiore.

Perché allora non si segue questa strada? Perché alcuni sussidi, come quello per gli avvocati e commercialisti locali, non susciterebbero un grande sostegno politico. Per questo è meglio coprirli con nobili ideali, quali il patriottismo. Ma proprio questo è il problema delle operazioni di sistema: sono spesso un modo inefficiente per favorire i pochi a svantaggio dei molti.

Purtroppo, l'opacità intrinseca in tutte le operazioni di sistema facilita il perseguimento dell'interesse personale a scapito di quello aziendale. Perché, solo per fare un esempio, l'ultimo di una lunga lista, UniCredit si è impegnata a salvare Ligresti? È per salvare il sistema Italia o per fare un favore a un uomo potente che un domani potrà proteggere il nuovo amministratore delegato da una fine come quella subita da Alessandro Profumo? Se l'Italia è il Paese sviluppato dove più alti sono i benefici privati di controllo è proprio perché queste operazioni di sistema finiscono per tassare gli azionisti (che vedono il loro rendimento diminuito) a beneficio di chi è in controllo.

Questo problema è ancora maggiore quando le operazioni di sistema vengono fatte sotto gli auspici (o peggio sotto la pressione) del Governo. In questo caso l'interesse non rappresentato al tavolo delle trattative non è solo quello del piccolo azionista, ma anche quello del contribuente/consumatore. Come si è visto nel caso Alitalia, la difesa della competizione e dell'efficienza economica viene immolata sull'altare dell'italianità.

Una diffusione delle operazioni di sistema trasforma un'economia di mercato in un sistema socialista, dove le decisioni economiche sono prese sulla base solo di criteri politici, o peggio clientelari, nell'interesse dell'autopreservazione di una casta ristretta di manager. Sarebbe paradossale se l'eredità dei Governi di Berlusconi, un anticomunista viscerale, fosse quella di lasciarci un'economia di stampo sovietico.

Una banca per il Paese o il Paese per una banca?

(Sole 24 Ore - 17 aprile 2011)

In un lungo intervento sul Sole 24 Ore (14 agosto 2008), il presidente del consiglio di sorveglianza di Intesa Sanpaolo Giovanni Bazoli rivendicò «la responsabilità sociale che grava sull'impresa banca», di cui il banchiere deve farsi carico. Contro il modello "americano" che impone «l'imperativo categorico del continuo aumento dei profitti e del valore per gli azionisti», Bazoli proclamò il modello di una banca al servizio del Paese.

Nei giorni scorsi, sul Financial Times Corrado Passera, amministratore delegato di Intesa Sanpaolo, ha ugualmente richiamato la funzione della banca per il Paese, anche se in maniera più sfumata, visto che doveva far digerire alla City un aumento di capitale di 5 miliardi.

Per giudicare cosa questo modello significhi in pratica, basta guardare alle due maggiori operazioni di sistema intraprese da Intesa Sanpaolo: Alitalia e Parmalat.

Cominciamo con Alitalia. Intesa Sanpaolo fu chiamata come consulente del Governo, che deteneva la maggioranza della compagnia di bandiera. Il piano Fenice, da lei elaborato, vide la stessa banca nel ruolo di uno degli acquirenti della "parte buona" di Alitalia. Nello spietato mondo americano, dove valgono le regole del profitto, ma anche quelle della trasparenza, un consulente del venditore non può assumere allo stesso tempo anche il ruolo di compratore, perché in palese conflitto di interessi. Ma in Italia, si sa, il conflitto di interessi non è un problema molto sentito. Anzi, il conflitto di interessi non esiste neppure, perché Intesa Sanpaolo non segue la spietata logica del profitto, ma opera nell'interesse del Paese.

Il piano Fenice prevedeva il commissariamento della vecchia compagnia, mettendo i nuovi azionisti al riparo da possibili rivalse di fornitori, creditori, vecchi azionisti e obbligazionisti. Nell'interesse del Paese, quindi, il piano Fenice espropriò i legittimi proprietari del poco di valore ancora presente in Alitalia, per trasferirlo alla nuova società, di cui guarda caso Intesa Sanpaolo è socia.

Che la procedura non fosse normale lo conferma il fatto che il Governo dovette fare un decreto per mettere al riparo gli amministratori di Alitalia, che altrimenti sarebbero stati perseguibili dagli azionisti e dai creditori. Per tener buoni gli azionisti, infine, si diede loro un indennizzo a spese del fondo di protezione degli azionisti contro le truffe finanziarie, previsto dalla Legge sul risparmio. Delle due, o il valore dell'attivo Alitalia era inferiore alle passività, e le azioni non valevano niente (ma allora perché rimborsarle anche parzialmente?) o non lo era, e il compito del commissario Fantozzi doveva essere quello di realizzare il massimo dall'attivo, non di svendere i (pochi) gioielli di famiglia al consulente-compratore. Se non bastasse, nell'interesse del Paese la legge Marzano fu modificata ad hoc per permettere l'operazione.

Dal punto di vista operativo, il piano Fenice prevedeva anche un nuovo modello basato «punto-punto sul breve raggio con quote dominanti nei principali aeroporti serviti». Tradotto in linguaggio corrente questo significa che la nuova compagnia area si specializzava nello sfruttare il potere di mercato conseguito nei principali aeroporti nazionali grazie al consolidamento con AirOne. Per questo una delle condizioni del piano fu la deroga dell'Antitrust sul mercato domestico da parte delle autorità nazionali ed europee. Se Intesa Sanpaolo fosse una banca orientata al profitto, tanto potere di mercato nelle mani di un solo operatore avrebbe spaventato. Ma trattandosi di una banca al servizio del Paese, il consenso dell'Antitrust fu ottenuto in un battibaleno.

Liberata dell'eccesso di manodopera (a spese dello Stato), dei debiti (a spese dei creditori) e dei vincoli concorrenziali (a spese dei consumatori), Alitalia potrà profittevolmente essere venduta da Intesa Sanpaolo ai francesi tra qualche anno.

Il piano Parmalat segue linee simili. Intesa Sanpaolo beneficia, sotto forma di un prezzo di acquisto minore, del decreto del Governo che paralizza Lactalis, costringendola a svendere. Intesa Sanpaolo beneficerà anche di una probabile revisione del decreto

milleproroghe, che aveva impedito di distribuire la liquidità in pancia a Parmalat. I consumatori faranno la loro parte, sopportando un forte aumento della concentrazione nel settore del latte. In nome dell'italianità di Parmalat, sarà concesso a Intesa Sanpaolo di vendere le principali partecipazioni estere di Parmalat al miglior offerente. La nuova entità beneficerà anche dei finanziamenti agevolati della Cassa depositi e prestiti.

Dobbiamo quindi riconoscere a Bazoli e Passera un brillante acume imprenditoriale. Nella patria del capitalismo spietato, dove le banche perseguono il profitto "alla vecchia maniera", spesso finiscono per perdere soldi. Ma nel Paese del capitalismo temperato, Intesa Sanpaolo ha trovato una strategia migliore: mettendosi "a servizio del Paese", ne riceve in cambio leggi e favori che le consentono profitti sicuri. È un modello brillante. Per la banca, soprattutto.

Quando la banca scopre i BoT

(Sole 24 Ore - 11 maggio 2011)

«Prestate poco, prestate a caro prezzo». Se non avessi sentito queste parole con le mie orecchie - pronunciate da un importante banchiere alla sua rete di funzionari - non ci avrei creduto. Noi economisti ci scanniamo per cercare di determinare con sofisticati metodi econometrici se una contrazione del volume del credito è dovuta a una riduzione della domanda (le imprese non hanno buone opportunità d'investimento) o a una contrazione dell'offerta (il sistema bancario ha difficoltà a erogare credito anche a imprese che se lo meritano).

Non si tratta di una pura questione accademica. Se il problema sta nella domanda di credito, si può cercare di ovviarvi stimolando la domanda aggregata. Se invece il problema origina da una carenza di offerta di credito, ogni stimolo alla domanda è inutile (anzi dannoso) e il problema va risolto alla radice: cioè nel sistema bancario. In questo caso avevo la mitica "smoking gun", e con tanto di spiegazione. La colpa sarebbe del nuovo coefficiente di liquidità introdotto da Basilea 3. In teoria dovrebbe diventare effettivo solo dal 2015, ma il periodo di osservazione del "liquidity coverage ratio" comincia già da quest'anno e la Banca d'Italia lo ha inserito negli aggiornamenti alle disposizioni di vigilanza prudenziale introdotte a fine 2010.

Il liquidity coverage ratio (anche chiamato Bear Stearns test) è il risultato della lezione imparata durante la crisi. Nel Marzo 2008 Bear Stearns passò da 18 miliardi di dollari di liquidità all'incapacità di far fronte ai propri impegni nel giro di 7 giorni. Il motivo è che molte fonti di finanziamento erano a breve e non furono rinnovate al minimo segnale di difficoltà.

Per questo il liquidity coverage ratio richiede che la cassa e le attività facilmente liquidabili coprano i possibili deflussi in caso di situazione di stress per almeno 30 giorni. L'essenza della norma sta in cosa viene definito "facilmente liquidabile" e come vengono calcolati i deflussi attesi in caso di stress. Tra i titoli liquidi vengono conteggiati tutti i titoli di Stato dei Paesi dell'area euro: quindi non solo i titoli italiani, ma anche quelli greci, irlandesi e portoghesi. Tra i flussi attesi, un coefficiente particolarmente elevato viene assegnato ai finanziamenti ottenuti sul mercato o ai depositi raccolti sul mercato interbancario. È giusto perché si sono rivelate le fonti di finanziamento che si vaporizzano più rapidamente in caso di crisi.

Questo pone un grosso problema per le banche italiane, che hanno una fetta notevole di finanziamenti ottenuti sul mercato. Anche senza pensare alle opzioni più rischiose, se una banca compra un titolo di Stato italiano ottiene un rendimento del 3,45% e soddisfa i requisiti di liquidità. Se invece presta a un'impresa, guadagna più o meno lo stesso, ma deve accantonare della liquidità per soddisfare il liquidity coverage ratio, visto che, giustamente, i prestiti alle imprese non sono considerati liquidi. Perché le banche dovrebbero prestare alle imprese?

Dal punto di vista dei banchieri, il ragionamento non fa una grinza. Dal punto di vista del Paese, però, questo credit crunch si può facilmente tradurre in una contrazione del Pil, l'ultima cosa di cui la nostra debole economia ha bisogno.

Colpa di Bankitalia? No. La Banca centrale fa benissimo a monitorare il rischio sistemico delle nostre banche. Purtroppo l'elevato debito pubblico in un contesto internazionale "nervoso" ci espone al rischio di una crisi di fiducia: la possibilità che il mercato si rifiuti temporaneamente di rifinanziare il nostro Governo e le nostre banche. Per fronteggiare questo rischio le banche non solo devono avere un patrimonio più elevato (da cui la forte pressione esercitata da Bankitalia affinché le banche aumentino il loro capitale di rischio) ma anche liquidità sufficiente per sopravvivere durante la crisi senza ricorrere al mercato. Tanto più solide e liquide sono le nostre banche, tanto minore è il rischio di una crisi di fiducia. Questo coefficiente di liquidità ha un ulteriore beneficio anticrisi: aumenta indirettamente la domanda di titoli di Stato italiani da parte

del sistema bancario, sostenendo il mercato del nostro debito pubblico.

Ben venga una riduzione del rischio sistemico, ma questa non può avvenire a spese di una forte contrazione economica. Non solo per il costo che questa avrebbe sui cittadini, ma anche perché una riduzione del Pil metterebbe in dubbio la solvibilità di lungo periodo del nostro Paese, gettando i semi di quella crisi sistemica che si cerca di evitare.

Per combattere il credit crunch non basta la "moral suasion". In un'economia di mercato le banche rispondono agli incentivi e qui gli incentivi sono chiari: conviene comprare titoli di Stato, non fare prestiti. La vera domanda è cosa si può fare per cambiare questi incentivi, senza compromettere la stabilità del sistema.

L'idea più semplice sarebbe eliminare i titoli di Stato più rischiosi dalla definizione di attività liquide. Non solo è giusto (in una crisi la loro liquidabilità sarebbe dubbia), ma una decisione di questo tipo eliminerebbe l'incentivo delle banche a preferire titoli di Stato ai prestiti. Se è difficile discriminare tra Stati sovrani, basta farlo per rendimento. Titoli con alto rendimento sono necessariamente meno liquidi, perché se fossero liquidi avrebbero un prezzo più elevato e quindi un rendimento più basso. Questa proposta eliminerebbe il sostegno indiretto ai nostri titoli di Stato, ma è giusto perché si tratta di un sussidio implicito altamente distorsivo.

L'altra possibilità sarebbe utilizzare la Cassa depositi e prestiti per aiutare le banche a finanziare le imprese. Oggi le banche hanno le capacità tecniche per erogare il credito alle imprese meritevoli, ma non hanno i soldi per farlo. Al contrario, la Cassa depositi e prestiti ha i soldi per erogare prestiti, ma manca delle capacità tecniche per farlo bene. Com'è possibile combinare le due risorse senza creare incentivi perversi? Basterebbe che la Cassa finanziasse per una percentuale (diciamo il 50%) i prestiti fatti alle imprese, garantendo alla banca uno spread per il servizio, ma mantenendo una prelazione nella restituzione dei prestiti, in modo da mantenere gli incentivi per la banca ad erogare il credito in modo oculato.

Invece che utilizzare la Cassa depositi e prestiti per difendere la proprietà italiana delle imprese, meglio usarla per proteggere il vero patrimonio economico dell'Italia: la piccola e media impresa.

Una cattiva Popolare è un danno al sistema

(Sole 24 Ore - 19 giugno 2011)

Winston Churchill diceva che la democrazia è il peggior sistema di Governo, fatta eccezione per tutti gli altri. Lo stesso si può dire dell'economia di mercato. Gli imprenditori e i manager spesso non pianificano a lungo termine, ancora più spesso sbagliano.

Ciò che rende l'economia di mercato superiore a ogni alternativa non è la saggezza e la lungimiranza delle persone in posizione di potere, ma la flessibilità che il sistema possiede nel correggere gli errori, cambiando i vertici aziendali o deprivandoli delle risorse per continuare. La genialità dell'economia di mercato è proprio quella di trasformare una comunità di persone con limitate capacità in un sistema con un'intelligenza superiore. Per funzionare, questo meccanismo di trial and error si basa sulla competizione e sulla buona corporate governance. La competizione priva di risorse le imprese inefficienti, costringendole a cambiare o morire. La buona corporate governance aiuta le imprese inefficienti a cambiare, evitando loro di morire. Troppo spesso la buona corporate governance viene identificata come il rispetto di regole formali. Ma queste regole sono funzionali a una migliore gestione dell'impresa. In particolar modo, dovrebbero facilitare la sostituzione tempestiva di manager inefficienti.

Secondo Henry Hansmann, professore di legge a Yale, il vantaggio delle società di capitali rispetto alle cooperative consiste proprio nella rapidità ed efficienza del processo decisionale. In una società di capitali, gli azionisti hanno interessi relativamente omogenei e quindi il processo decisionale è più efficiente, come sono più efficienti le democrazie in Paesi etnicamente ed economicamente omogenei come la Svezia e la Norvegia. Nelle cooperative, invece, gli interessi sono molto divisi: ci sono i lavoratori contro i clienti, i pensionati contro i neoassunti, i dirigenti contro i dipendenti. A meno di rare eccezioni, l'efficienza decisionale delle cooperative è pari a quella delle democrazie con forti divisioni etniche ed economiche: ovvero molto scarsa. Il problema non è solo delle cooperative (i patti di sindacato nostrani sono riusciti a importare nelle società di capitali le inefficienze del sistema cooperativo) ma è particolarmente pronunciato nelle cooperative.

In settori altamente competitivi, l'inefficienza della governance è un problema limitato. La pressione competitiva forza le imprese all'efficienza. Quelle inefficienti o cambiano rapidamente o perdono clienti e finanziatori e muoiono. Ma in settori poco competitivi, il problema è serio. Le imprese inefficienti possono sopravvivere a lungo, sperperando la rendita di posizione di cui godono sul mercato, come i rampolli di buona famiglia che continuano a vivere nell'ozio vendendo i gioielli di famiglia. Così facendo, le imprese danneggiano il sistema tre volte: sprecano risorse, servono male i clienti e impediscono a nuove imprese innovatrici di entrare sul mercato. Se c'è un settore in cui questo problema è molto grave è quello bancario. È un settore estremamente regolamentato e protetto in cui è difficilissimo entrare (la Banca d'Italia è molto riluttante a concedere nuove licenze) e da cui è pressoché impossibile uscire involontariamente (raramente le grosse banche sono lasciate fallire). In questo settore, il problema decisionale delle cooperative diventa particolarmente severo. Una cooperativa bancaria inefficiente può sopravvivere molto a lungo. Paradossalmente, il settore bancario è anche quello in cui le cooperative sono molto presenti. In parte si tratta di un retaggio storico, che precede l'introduzione della regolamentazione bancaria, ma non solo. Le banche popolari rappresentano un modo alternativo di gestire il rapporto di credito e questa diversità è utile alla flessibilità del sistema e non va eliminata.

Banca d'Italia, però, deve avere la consapevolezza dell'inefficienza decisionale che caratterizza le banche popolari, soprattutto quando non sono gestite al meglio. Senza la pressione del mercato, una Popolare può rimanere inefficiente danneggiando tutti tranne che i suoi dirigenti. In questo caso Banca d'Italia non si deve limitare a

intervenire suggerendo aumenti di capitale (che non fanno altro che allungare l'agonia), ma deve intervenire sul gruppo dirigente. Sono l'ultima persona al mondo che vorrebbe concedere questo potere a Banca d'Italia in un mercato deregolamentato e competitivo. Ma date le condizioni del mercato bancario non vedo alternative.

La manifestazione più eclatante di questo problema è la Banca Popolare di Milano. Come ampiamente riportato da molti giornali, l'ispezione della Banca d'Italia ha messo in luce pesanti problemi gestionali. Sono stati contestati fidi eccessivi ad alcuni imprenditori, a mancanza di controlli nell'erogazione di credito a imprese non immuni dall'attenzione della criminalità organizzata, fino ad arrivare a errori e incongruenze nel sistema di gestione dei clienti, diffuso disordine organizzativo e inadeguatezza nel sistema informatico. La Banca d'Italia ritiene di aver trovato perfino errori nel modo in cui i mutui venivano conteggiati. Come se non bastasse, Consob ha sanzionato tre dirigenti di Bpm, tra cui il nuovo direttore generale, per irregolarità accertate agli sportelli e prassi commerciali non corrette. In altre parole, alcuni dipendenti avrebbero modificato il profilo di rischio dei clienti per collocare l'obbligazione della banca presso i correntisti, contribuendo a far sopravvivere la banca. Queste «condotte illecite», secondo la Consob, sono di «gravità estremamente elevata».

Di fronte a questi eventi, se essi venissero confermati anche da un giudice terzo, nel caso in cui Bpm ne contestasse l'esistenza, mi domando cosa aspetti il governatore Draghi. Una banca che non segue sempre rigidamente le regole nel concedere i prestiti, sbaglia a conteggiare i mutui e rifila i propri titoli (rischiosi) ai clienti inconsapevoli deve essere fermata. In un mercato competitivo sarebbe spazzata via dalla concorrenza. In un mercato protetto, come quello bancario, deve essere commissariata. Richiedere l'aumento delle deleghe di voto da tre a cinque è come cercare di curare con l'aspirina un malato di cancro. Richiedere l'aumento di capitale protegge la solidità del sistema, ma allunga l'agonia e contribuisce a sprecare ulteriori risorse. Draghi non può lasciare questa eredità al prossimo governatore, deve agire subito, suggellando così un buon quinquennio, che ci ha fatto dimenticare gli anni bui di Fazio.

Il «Cencelli» di una banca e del Paese

(Sole 24 Ore - 1 ottobre 2011)

Nella prima repubblica l'assegnazione dei ministeri era affidata ad una formula matematica inventata dall'onorevole Cencelli: ad ogni corrente spettava un numero di posti proporzionali ai voti raccolti. Il "manuale" Cencelli simbolizzava i vizi di fondo dell'era democristiana: la lottizzazione, la lotta fratricida tra correnti, l'exasperata proporzionalità nell'assegnazione del potere che impediva qualsiasi decisione.

Le direttive segrete sui criteri di promozione interna alla Banca Popolare di Milano (Bpm), pubblicate di recente sui giornali, altro non sono che la trasposizione in economia del manuale Cencelli. I posti vengono assegnati in base alla appartenenza ai vari gruppi sindacali: un dirigente per ogni sigla sindacale, come si trattasse di vitalizi. A parità di gruppo, conta la lealtà alla propria corrente sindacale. Tra tutti i criteri di promozione, non c'è la minima traccia di meritocrazia. Costoro dovrebbero gestire il credito alle nostre imprese. Ci si stupisce se poi non cresciamo?

Quello che scandalizza di più non è solo che questo manuale segreto esista, ma che la sua rilevazione non abbia provocato né alcuna smentita, né alcuna dimissione. O si tratta di un falso, che va subito smentito, o non si capisce perché non si sono dimessi l'amministratore delegato, il direttore generale e il consiglio di amministrazione. Non dimettendosi costoro avallano questo sistema. E visto che in Italia a dimettersi sono in pochi, non si capisce perché la Banca d'Italia non si sia affrettata a commissariare la banca. Quale garanzia di stabilità offre una banca i cui dirigenti sono stati scelti per appartenenza politica? Alla rivelazione, il titolo ha perfino guadagnato in Borsa, perché non è una novità: così funziona l'Italia. O meglio così procede, perché non si può dire che funzioni.

Vorremmo credere che il problema è limitato alla Bpm. Purtroppo è molto più diffuso. Uno studio di Confindustria ci rivela che l'80% dei manager italiani dichiara che la determinante più importante del successo finanziario è la «conoscenza di persone importanti». La competenza e l'esperienza arrivano solo quinte dopo, tra l'altro, «lealtà ed obbedienza». Da caso a caso, l'affiliazione rilevante cambia: un'associazione cattolica, una loggia massonica, un clan mafioso, o più semplicemente il paese giusto (secondo Bossi, Grilli deve andare alla Banca d'Italia non perché bravo ma perché milanese). Ma il risultato non cambia: al merito, si preferisce il compare. Nella seconda repubblica, il manuale Cencelli è perfino considerato un esempio nobile: ora i posti si assegnano in base ai favori sessuali resi.

Questa trasposizione del manuale Cencelli all'economia è il motivo per cui in Italia si trovano le migliori segretarie e i peggiori manager. In un sistema che non premia il merito, molte persone, soprattutto donne, che avrebbero le capacità di essere manager, sono confinate al ruolo di segretaria. Mentre i posti dirigenziali sono affidati a chi è ben introdotto, anche se spesso incapace. Questo clientelismo è il motivo per cui sia il nostro Paese che Bpm si trovano in una profonda crisi finanziaria.

Questo metodo rende le nostre imprese inefficienti e distrugge nei giovani il desiderio di studiare. Perché devo sudare sui libri, se ad essere premiata non è la conoscenza, ma le conoscenze? Così i giovani investono in relazioni, utili nei rapporti politici, e non in know-how per esportare in Cina. Forse non è un caso che i nostri industriali si siano spostati sulle utilities, dove contano soprattutto i rapporti con il regolatore. È la teoria dei vantaggi comparati.

Quando un'impresa ha una cultura marcia viene acquisita o, prima o poi, fallisce. In un paese democratico come il nostro c'è sempre la speranza di un rinnovamento. Ma non basta un'alternanza politica, occorre una rivoluzione culturale. Senza questa rivoluzione, l'Italia è destinata alla stessa sorte: o un takeover di Francoforte o il fallimento.

Rischio Paese per le banche

(L'Espresso - 6 ottobre 2011)

Durante la crisi finanziaria del 2008, i governi intervennero ad aiutare le banche in difficoltà. Sfruttando la posizione di forza, i politici, da Obama a Tremonti, si sentirono in diritto di redarguire, se non di licenziare, i banchieri. Oggi le parti si sono invertite. Sono i problemi di finanza pubblica a generare la crisi delle banche. È forse giunto il momento per i banchieri di redarguire, se non di licenziare, i politici? Per capire questo capovolgimento di fronti è necessario comprendere come è cambiato il mondo bancario.

La banca tradizionale, in cui l'attivo era principalmente composto da prestiti alle imprese e il passivo di depositi, appartiene al passato. Tra le principali banche europee, i prestiti tradizionali rappresentano in media solo il 51 per cento dell'attivo e i depositi solo il 36 per cento del passivo. Oggi le banche hanno all'attivo azioni, obbligazioni, e derivati e si finanziano massicciamente con obbligazioni, sia a breve che a lungo. L'introduzione di modelli più sofisticati (ma non necessariamente più precisi) di valutazione del rischio ha anche permesso alle banche, secondo le regole di Basilea II, di ridurre il loro capitale di rischio.

In media solo il 4 per cento del valore totale dell'attivo è finanziato da capitale azionario. Questi cambiamenti creano un doppio legame tra le banche e i mercati finanziari. Da un lato, il valore dell'attivo delle banche è maggiormente esposto alle fluttuazioni nel valore dei titoli. Dall'altro, la loro capacità di finanziamento dipende in modo cruciale dal mercato obbligazionario.

Nel 2008, la crisi bancaria in America, Inghilterra e Germania fu dovuta a cattivi investimenti in titoli, aggravati da una leva finanziaria molto elevata. In questo caso la colpa fu principalmente dei banchieri. In Irlanda e Spagna, la causa fu l'esplosione della bolla immobiliare. Qui i banchieri sono corresponsabili, ma raramente il sistema bancario sopravvive a crolli nel mercato immobiliare.

Anzi, il fatto sorprendente è che le due principali banche spagnole, Bbva e Santander, siano ancora in piedi nonostante il ciclone che ha colpito la Spagna. Alcuni sostengono sia merito delle misure precauzionali imposte dalla Banca di Spagna, altri di una finzione contabile: non hanno ancora adeguato completamente il valore dei loro prestiti al crollo dei prezzi immobiliari. In Italia e nel resto d'Europa la crisi bancaria del 2008 fu principalmente dovuta alla difficoltà di reperire fondi sui mercati obbligazionari europei ed americani. Le perdite subite dai fondi di mercato monetario americano che avevano investito in Lehman crearono una fuga dei risparmiatori da questi strumenti. Dovendo fronteggiare massicci riscatti i fondi monetari smisero di investire in titoli, rendendo pressoché impossibile alle banche europee reperire fondi su questo mercato.

Oggi la causa dello shock è diversa, ma la dinamica è simile. Le banche europee sono imbottite di titoli pubblici. Le banche francesi e tedesche sono molto esposte alla Grecia, quelle italiane no. Ma sono enormemente esposte al rischio Italia, sia nel settore pubblico, che nel settore privato. La crisi di finanza pubblica, elevando lo spread dei titoli pubblici italiani, ne fa scendere i prezzi, causando forti perdite alle banche.

D'altro lato, le banche subiscono anche il rischio Paese. Se la manovra fiscale restrittiva del governo causa una forte recessione, a patire sono le imprese e quindi i crediti che le banche hanno verso di loro. Il mercato è consapevole di questi rischi e quindi fa pagare un costo addizionale alle banche italiane per raccogliere fondi sui mercati. Dato l'elevato costo della loro raccolta, le banche italiane fanno fatica a diversificare il loro rischio, comprando ad esempio titoli tedeschi. Il rendimento di questi titoli è inferiore al costo della raccolta, compromettendo la profittabilità e quindi la solvibilità di lungo periodo delle banche. Non spetta ai banchieri scendere in politica, ma è loro dover parlare chiaro. Se questo governo, privo di credibilità, continua, chi prima chi dopo, falliscono tutti. È ora che lo dicano.

Quelle pressioni sulle authority

(Sole 24 Ore - 16 dicembre 2011)

Secundo una teoria molto popolare tra gli economisti, i regolatori sono catturati dalle imprese che regolano e agiscono nei loro interessi. Andrea Enria, il capo dell'Eba, sembra essere l'eccezione che conferma la regola.

La teoria della cattura è così popolare perché non richiede che i regolatori siano corrotti, ma assume che agiscano nel rispetto della legge sulla base di molti incentivi economici. In primis le opportunità di carriera. Rubin, ministro del Tesoro, dopo aver sponsorizzato il passaggio della legge che permetteva a Citigroup di fondersi con Travelers, fu assunto da Citigroup per 12 milioni di dollari annui, senza alcuna responsabilità operativa. Coincidenza? Il secondo motivo è l'informazione. Per regolare un settore, il regolatore ha bisogno di informazioni che solo le imprese del settore hanno. Le imprese regolate sono disposte ad aiutare, ma in cambio si aspettano una collaborazione da parte del regolatore. Last but not least, le imprese regolate sono quelle che, per ovvi motivi, seguono con più attenzione le decisioni del regolatore. Se la decisioni di un regolatore danneggiano i contribuenti, è difficile che ci sia una protesta, ma se danneggiano gli interessi di una o più imprese del settore, queste non sono certo timide nel farlo sapere. Le pressioni costanti sono in grado di piegare o distruggere anche il regolatore più integro.

Questo sta accadendo ad Andrea Enria. L'attività di mobbing del settore bancario europeo contro di lui è senza precedenti. Il presidente dell'Abi Giuseppe Mussari è arrivato a dichiarare che «l'Abi intende percorrere tutte le strade possibili, compresa quella legale, per contrastare l'esercizio dell'Eba». Enria è oggetto di tanta rabbia, perché ha messo il dito sulla piaga.

Le banche, come ha ribadito ieri il presidente della Bce Mario Draghi, hanno bisogno di capitale. Senza iniezioni di capitale non possono prestare e mettono a rischio l'intero sistema finanziario. Per aiutarle Draghi ha annunciato il più massiccio programma di welfare per banche dai tempi del Tarp del segretario del Tesoro di Bush Henry Paulson. La Bce si è impegnata ad offrire alle banche linee di liquidità per 36 mesi all'1%. Queste linee devono essere garantite da collaterale, ma la Bce accetta tutti i titoli sovrani, non solo italiani, ma anche greci ed irlandesi e perfino mutui. Grazie a queste linee di credito le banche hanno i profitti assicurati. Prendono a prestito per tre anni dalla Bce all'1% e investono in titoli di stato italiani con la stessa durata al 6%, titoli che poi danno in garanzia alla Bce. Guadagnano il 5% senza assumersi alcun rischio. Non si assumono il rischio di illiquidità perché sia l'attivo che il passivo hanno la stessa scadenza. Il rischio di credito per le banche è pressoché nullo. Se il Tesoro italiano dovesse dichiarare bancarotta, le banche sono insolventi in ogni caso, quindi il rischio aggiuntivo se lo prende la Bce. Si tratta di un regalo tanto enorme che vorrei anche io essere una banca.

Un errore di Draghi? Non necessariamente. La situazione è talmente critica che forse questa era l'unica soluzione. Nelle more della politica, Draghi sta cercando di salvare il sistema. Possiamo discutere se si tratti della mossa giusta, ma non c'è dubbio che si tratta di un enorme regalo alle banche. Ed è una decisione che tende ad aumentare il rischio del sistema.

La decisione della Bce crea incentivi per le banche ad aumentare la leva finanziaria e comprare più titoli sovrani. Questo aumenta i potenziali danni al sistema in caso di default di uno stato sovrano. La richiesta di ricapitalizzare le banche è mirata a ridurre l'impatto di questo possibile evento, aumentando la capacità del sistema di assorbire perdite. Certamente la ricapitalizzazione impone un costo agli azionisti delle banche, ma questo costo è poca cosa rispetto al regalo che ricevono dalla Bce. Le banche non possono urlare quando sono tassate, ma passare sotto silenzio i sussidi che ricevono. Rispetto al sussidio che stanno ricevendo, la richiesta di ricapitalizzazione è il minimo che si possa chiedere loro.

Che Enria abbia trovato tanta opposizione dimostra quanto forti sono per i regolatori gli incentivi a fare quello che vogliono i regolati, come sostiene la teoria della cattura. Quando non lo fanno, i regolatori sono attaccati duramente e rischiano il posto. Enria, con il suo coraggio e la sua integrità, sta cercando di dimostrare che e' possibile resistere a queste pressioni e che, almeno per una volta, le conclusioni della teoria sono sbagliate. Speriamo che ci riesca.

Quei pasticci tra le banche e la politica

(scritto insieme a Roberto Perotti)

(Sole 24 Ore - 26 febbraio 2012)

La sacrosanta rabbia popolare contro i costi della politica ha finora risparmiato le fondazioni di origine bancaria. Per la maggior parte dei cittadini, le fondazioni sono enti benefici che sovvenzionano iniziative utili, non un esempio dello sperpero dei nostri politici. Qui sta la perversa genialità di questa istituzione: dopo aver sottratto soldi ai cittadini (i legittimi proprietari delle vecchie casse di risparmio pubbliche), le fondazioni ora si presentano come i loro benefattori. Ma oltre che l'inganno, c'è la beffa. Anche quando distribuiscono in modo efficiente ed equanime i soldi sottratti ai contribuenti, le fondazioni danneggiano la società civile.

Innanzitutto distruggono valore con una gestione clientelare ed inefficiente. I principi della buona gestione vogliono che un patrimonio sia ben diversificato. Così indica anche la legge. Ma per questioni di potere le fondazioni hanno concentrato il loro patrimonio nelle banche locali. Questa gestione ha portato alla perdita di più di 4 miliardi di euro nella sola fondazione Montepaschi, minacciandone la sopravvivenza. E nessuno ne viene considerato responsabile. Ma un responsabile c'è: i ministri del Tesoro che si sono susseguiti in questi anni; a loro spetta per legge la responsabilità di vigilare sulle fondazioni.

Il secondo danno è sull'efficienza del sistema bancario, di cui riducono la contendibilità e l'accountability del management. Il risultato è sotto gli occhi di tutti. Furono le fondazioni a licenziare Alessandro Profumo di Unicredit in un vero e proprio colpo di mano cui si oppose solo la rappresentante dei fondi.

Furono le fondazioni, a loro volta nominate dai politici locali, a decidere il nuovo amministratore delegato di Banca Intesa. E' il consiglio della fondazione Monte Paschi (nominato dal sindaco di Siena, dalla Provincia, dall'Università, dalla Curia e dalla Regione) che ha scelto l'amministratore delegato di Monte Paschi. Ed è direttamente al sindaco di Siena (un politico di professione da sempre) che i giornali hanno chiesto recentemente se un certo fondo di private equity fosse l'acquirente "adatto" per il 15% di Monte Paschi venduto dalla Fondazione.

Purtroppo gli effetti deleteri delle fondazioni sulle banche sono forse il male minore. Esse sono una causa fondamentale di quell'intreccio perverso fra economia e politica, di quella cultura dell'incompetenza e del clientelismo, che imperversano nel nostro paese. Con un patrimonio complessivo di quasi 50 miliardi di euro, e quote sostanziali in quasi tutte le maggiori banche, le fondazioni bancarie sono una fonte inesauribile di potere per i politici in carica, e il refugium peccatorum di ex politici bocciati dagli elettori, di professionisti e notabili locali, e di amici degli amici. I loro consigli sono designati in gran parte dalle maggioranze del momento di comuni, province, e regioni, e in parte dalla cosiddetta "società civile", cioè da camere di commercio, università, e persino vescovi; molti vengono addirittura cooptati dal consiglio in carica. Nessuno deve rendere conto a nessuno, eccetto che ai politici se si vuole essere rinnovati.

Le fondazioni sono tanto più pericolose perché sono pervase di buone intenzioni e ammantate di una patina di rispettabilità. Nell'immaginario collettivo esse finanziano progetti meritori nel campo della cultura e del volontariato, e beneficiano la società civile. Ma il prezzo da pagare è altissimo, una rete fittissima di clientelismo a monte e a valle delle fondazioni, per ingraziarsi il potere politico, acquisire consenso, e distribuire prebende. E così da anni la Compagnia San Paolo di Torino, azionista di maggioranza relativa di Intesa Sanpaolo, è il teatro di una battaglia di tutti contro tutti in cui sindaci, ex sindaci, presidenti di province, di regione, di banche, di fondazioni, docenti universitari, e intere correnti di partito si lanciano accuse e messaggi in codice che ormai solo un esegeta può decifrare.

Il governo Monti ha già dimostrato di non guardare in faccia a nessuno nel suo tentativo di modernizzare l'Italia. Con le fondazioni ha l'opportunità di dare un altro segnale importante, per togliere l'humus di cui si alimenta il sottobosco della politica e del clientelismo. Siamo consapevoli che non sarà facile, soprattutto perché le fondazioni sono state preveggenti, e in un pasticcio legislativo hanno strappato nel 1992 lo status di enti di diritto privato, benché i loro patrimoni appartengano alla collettività. Le fondazioni hanno anche amici e protettori molto potenti nel mondo politico e finanziario. Ma vale la pena di tentare: anche se dovesse perdere la battaglia, il governo Monti ne guadagnerebbe ulteriormente in popolarità e autorevolezza.

Ma lo spezzatino servirebbe all'Italia?

(Sole 24 Ore - 12 agosto 2012)

Alcuni banchieri italiani mi hanno rimproverato perché quando il 31 luglio ho scritto sulla necessità di spezzare le grandi banche "cattive" non ho detto chiaramente che mi riferivo al mondo angloamericano. L'articolo in inglese, che a quel mondo si rivolgeva, non bastava. Occorreva un'esplicita assoluzione dei banchieri nostrani.

Ma se la meritano? È vero che gli scandali da me menzionati, dai mutui subprime alla manipolazione del Libor, sono stati tutti causati da banche angloamericane. Ed è vero che su queste il mio articolo si incentrava. Ma non è vero che le banche di altri Paesi siano prive di colpe, né che uno spezzatino bancario non possa portare un beneficio anche a casa nostra.

Nell'ultimo quinquennio le banche dell'Europa continentale hanno commesso molti degli stessi errori delle loro sorelle angloamericane. Le Landesbank tedesche sono state tra le più avidi acquirenti di titoli subprime e hanno dovuto essere salvate dal governo tedesco. Ubs e Société Générale si sono contraddistinte per la loro incapacità di tenere sotto controllo i propri trader, subendo forti perdite. Le Caixa spagnole hanno abbandonato qualsiasi standard di prudenza nei prestiti, alimentando una bolla immobiliare che ha prostrato la Spagna e l'ha costretta ad invocare il soccorso europeo.

A confronto le banche italiane sembrano esempi virtuosi. Gli investimenti in mutui subprime sono stati minimi e così le perdite sui derivati. Non c'è stata bolla immobiliare e anche l'esposizione verso la Grecia è stata limitata. Se non fosse che le maggiori banche italiane in media hanno perso l'85% del loro valore di mercato da fine 2007, verrebbe quasi da prenderle a modello. I vizi delle banche italiane sono diversi da quelle delle banche angloamericane. Non hanno nomi esotici come "Libor", "subprime", e "real estate bubble", ma più prosaicamente "conflitto di interesse". Non per questo sono meno dannosi. Possono essere curati con lo stesso rimedio?

Cominciamo con il più classico dei conflitti di interesse, quello che portò all'approvazione in America del Glass Steagall Act, che separò le banche di investimento da quelle commerciali.

Quando una banca svolge entrambe le funzioni ha interesse a scaricare sui suoi clienti i suoi prestiti a società sull'orlo del fallimento sotto forma di obbligazioni. Gli esempi di Cirio e Parmalat in Italia sono ancora freschi. Ma la pratica continua. Lo scorso anno Luigi Guiso riportò sul Sole 24 Ore un piccolo esperimento: chiese ad una banca consigli su come investire 100mila euro e gli furono offerti subito titoli strutturati che scaricavano sul cliente il rischio di un collocamento non riuscito cui la sua banca aveva partecipato. Se questo non è uno scandalo, non so cosa lo sia. Una separazione forzata tra le funzioni di advisor, quelle di investitore, e quelle di creditore aiuterebbe il nostro mercato a crescere, col beneficio di tutti.

Ma in Italia il conflitto di interesse è un modello di business. Mediobanca ha prestato più di un miliardo al gruppo Ligresti, che deteneva un importante pacchetto di azioni di Mediobanca, di cui contribuiva a determinare i vertici. In qualità di creditore e anche di underwriter dell'aumento di capitale, Mediobanca ha giocato un ruolo primario nella ristrutturazione di FonSai, nonostante sia l'azionista di riferimento del principale concorrente di FonSai. Purtroppo Mediobanca non è l'unica. Fino all'anno scorso lo stesso Ligresti sedeva nel consiglio di amministrazione di UniCredit che ha prestato alle società del gruppo 370 milioni. Nel "fortunato" investimento in Alitalia, Intesa Sanpaolo era consulente del governo, che deteneva la maggioranza della compagnia di bandiera, ma era anche uno degli acquirenti della "parte buona" di Alitalia, nonché il principale creditore di Air One, che fu fusa (dietro consiglio del consulente) con Alitalia, garantendo il rientro dei crediti.

L'unico ostacolo a questi legami sono i magistrati. Ma anche quando non violano il codice penale, questi legami trasformano il "mercato" finanziario italiano in qualcosa

che assomiglia di più al conciliabolo vaticano che al mondo della libera concorrenza. Per questo un legge tipo Glass Steagall aiuterebbe a sviluppare il nostro mercato. Ma anche limiti dimensionali, almeno all'interno del territorio italiano, avrebbero aiutato le nostre banche a evitare alcuni dei più clamorosi e costosi errori, come l'acquisizione di Capitalia da parte di UniCredit e quella della Banca Antoniana da parte di Montepaschi. Come nel caso americano e inglese, però, il beneficio maggiore di uno spezzatino bancario sarebbe quello di ridurre il potere che le banche italiane hanno sulla politica. Anche in piena crisi finanziaria, con il susseguirsi di decreti che aumentano le imposte, le banche sono riuscite a farsi approvare benefici fiscali enormi.

La sola Intesa Sanpaolo nel 2011 ha risparmiato imposte per 2,1 miliardi di euro grazie all'affrancamento fiscale dell'avviamento, una scappatoia fiscale ideata da Tremonti e poi ulteriormente ampliata da Monti.

Le banche italiane non hanno commesso gli stessi errori di quelle angloamericane. Ma non sono certo senza peccati. Separazione tra funzioni e limiti alla concentrazione sarebbero utili anche per noi.

Il mio intervento sulla governance a Bankitalia

(articolo di Giorgio Meletti - Fatto Quotidiano, 26 settembre 2012)

Il momento topico è quando il numero uno di Unicredit, Federico Ghizzoni, descrive così il caso dell'impresa che non restituisce il prestito alla banca: "Poi uno te lo mette in quel posto". Gelo in sala. Mai nella solennità del Salone dei Partecipanti della Banca d'Italia si era adoperato un linguaggio così colloquiale. Ma il nervosismo era motivato, perché ieri il governatore Ignazio Visco ha fatto uno brutto scherzo alla casta dei banchieri. In un convegno dal titolo innocuo, ha messo Ghizzoni e un altro superbigo, il presidente di Intesa Sanpaolo Giovanni Bazoli, di fronte a due studiosi provenienti da Marte.

Proprio così. Luigi Zingales, economista dell'Università di Chicago, si presenta beffardo annunciando che lui e Paola Sapienza (docente di Finanza alla Northwestern University, pure a Chicago), sono lì "in quota marziani". E si vede. A metà prolusione di Bazoli, Zingales si alza e spara: "Professore, lei ha appena detto che la banca deve perseguire interessi generali piuttosto che massimizzare il profitto. Può citare un caso in cui Intesa Sanpaolo ha seguito questa linea?". L'ottantenne banchiere bresciano non gradisce. Non risponde perché "ci vorrebbe troppo tempo", e riprende a leggere il testo scritto. Giornataccia per i banchieri, con il buongiorno che si è visto dal mattino, dal saluto al veleno di Visco. Lo scorso luglio era andato all'assemblea dell'Associazione bancaria a dire di smetterla di dare prestiti sulla base delle amicizie.

Stavolta Visco ha mollato le seguenti pillole, in linguaggio spietatamente tecnico:

- 1) sulla cosiddetta governance sono stati fatti dei progressi ma servono "sforzi aggiuntivi" (tradotto: state facendo i furbi);
- 2) dovete mettere più donne nei consigli d'amministrazione;
- 3) avete "costi connessi con assetti di governo pletorici" (tradotto: consigli d'amministrazione oceanici per spartire gettoni);
- 4) avete ancora "sistemi di remunerazione non coerenti con l'attuale fase congiunturale" (tradotto: l'Italia tira la cinghia e Ghizzoni è ancora sopra i 2 milioni di stipendio). Il presidente dell'Abi, l'ex presidente del Monte dei Paschi Giuseppe Mussari, assente perché ha organizzato il contemporaneo convegno "Donne, banche e sviluppo", non fa una piega: "Il governatore vuole più donne nei cda? Giusto", fa sapere.

Ghizzoni riesce a parlare del tema assegnatogli, "Gestione e presidi dei conflitti d'interesse" senza mai pronunciare la locuzione "conflitti d'interesse". Spiega però che le banche italiane vanno molto meglio di quelle di altri paesi perché "hanno tenuto il contatto con il territorio" e grazie ai loro "azionisti stabili". Zingales, abituato a fare lezione in inglese, è costretto a tradurre in italiano quello che tutti in Italia dovrebbero sapere: "Ci avete spiegato di avere in mente l'interesse sociale e non la massimizzazione dei profitti. Meno male, così non c'è conflitto di interessi. L'esempio lo faccio io: nella vicenda Alitalia, Intesa Sanpaolo è stata consulente del governo per il salvataggio, compratore dell'Alitalia e creditore di Air One, che Alitalia, salvata da Intesa, ha comprato". Gelo in sala. Zingales affonda il colpo: "Per fortuna Intesa non pensa a massimizzare i profitti, così non c'è conflitto d'interessi. E poi ci sono gli azionisti stabili, le fondazioni bancarie, che anche loro non cercano il profitto, sennò uscirebbero dalle banche e investirebbero altrove, ma stanno nelle banche per contare sul territorio, cioè per condizionare la gestione delle banche non alla ricerca del profitto ma dell'interesse generale. Ecco, dovremmo pensare a una nuova forma societaria, diversa dalla società per azioni: Bazoli non massimizza il profitto, però poi chiede capitali alla Borsa, cioè ai risparmiatori, per investirli nel perseguimento degli interessi generali".

La lezione del liberista venuto da Marte si chiude con una proposta choc: "A proposito

di trasparenza: pubblichiamo tutte le consulenze e i cosiddetti pareri pro-veritate che chiedete ad avvocati, notai e commercialisti a supporto delle vostre decisioni, così magari ci penseranno due volte prima di scrivere ogni cosa e il suo contrario a seconda delle richieste del committente". L'unico che trova la forza di rispondergli è Piergaetano Marchetti, navigato notaio dei salotti finanziari: "Dopo il quadro che hai fatto, l'unica soluzione è monaci e carabinieri – avverte paterno –. Sì, stai attento, Luigi, così stai aprendo la via agli eccessi del regolatore". Che per qualcuno suona come un modo raffinato di definire il rispetto della legge.

Il coraggio di cambiare il modo di vigilare le banche

(Sole 24 Ore - 24 gennaio 2013)

Purtroppo negli ultimi tempi il mondo della finanza ci ha abituato a ogni sorta di spiacevole sorpresa tanto in Italia quanto all'estero. Ci piacerebbe dire che le notizie di un derivato da almeno 220 milioni, stipulato dall'allora presidente del Montepaschi, Giuseppe Mussari, per coprire delle perdite e – secondo le dichiarazioni della società – non rivelato al consiglio e ai revisori, siano solo l'ennesima prova del marcio presente dappertutto.

Tuttavia non possiamo. Non si tratta di un rogue trader come Jerome Kerviel di Société Générale o Kweku Adoboli di Ubs, non si tratta di una divisione fuori controllo come la Aig Financial Product o la divisione di Londra di Jp Morgan, e neppure di una cospirazione tra i trader di diverse banche, come nello scandalo Libor. Queste notizie, se confermate, coinvolgono l'ex vertice della terza banca italiana, recentemente rieletto all'unanimità alla presidenza dell'associazione dell'intero sistema bancario italiano. Beppe Grillo e tutti coloro che vogliono aizzare la rabbia popolare contro le banche non potevano sperare in notizia migliore. Come è possibile spiegare agli italiani, inviperiti dal pagamento dell'Imu, che l'equivalente di tutti i proventi della prima rata è stato utilizzato per ripianare il deficit di patrimonio generato dalla folle passata gestione del Montepaschi? Se si vuole evitare un'esplosione incontrollata di rabbia urgono misure non solo per punire nel modo più esemplare possibile coloro che verranno ritenuti colpevoli, ma anche per evitare che simili disastri si ripetano.

Individuare e punire i responsabili è certo un compito della magistratura. Ma il salvataggio offerto dal governo, sotto la forma dei Monti bond, attutisce non solo l'ammontare delle pene ma anche la probabilità che tali pene vengano comminate. In Italia – mi diceva un famoso avvocato penalista – di fatto si va in galera per reati societari solo in caso di fallimento e successiva bancarotta. I Monti bond allontanano questo rischio da Montepaschi. Ma è giusto usare i soldi della comunità per proteggere i colpevoli? Se Montepaschi può operare senza Monti bond, perché prestargli 3,9 miliardi? Se invece i Monti bond servono per evitare un fallimento, perché proteggere i colpevoli dalle giuste conseguenze? Non sono un giurista, ma se fosse legalmente possibile io introdurrei una norma che equipari l'aiuto statale al fallimento per quanto riguarda i reati societari commessi. Altrimenti la gente si sente veramente presa in giro.

Per prevenire il ripetersi di simili fenomeni è necessario un serio ripensamento del nostro sistema di vigilanza. È possibile che Bankitalia, Consob, società di revisione e collegio sindacale siano stati tutti ignari del problema? Urge una commissione parlamentare di inchiesta che accerti non solo le responsabilità, ma anche i rimedi per evitare simili problemi in futuro. Se effettivamente tutti questi organi di vigilanza hanno fallito, non rimane che introdurre quel premio per i denunziatori civili che da anni vado proponendo. Se ci fosse stato un premio di svariati milioni a chi denunciava grosse irregolarità nel bilancio, pensate forse che nessun dipendente di Montepaschi si sarebbe fatto avanti per rivelare il contratto segreto? Negli Stati Uniti questo meccanismo, introdotto per le frodi contro lo Stato, ha funzionato a meraviglia. Perché non introdurlo da noi?

Per prevenire il ripetersi di simili fenomeni è necessario anche un serio ripensamento del nostro sistema di governance bancaria. Ci avevano detto che, grazie alla positiva influenza esercitata dalle Fondazioni, le banche italiane non avevano investito in titoli tossici, non avevano speculato aggressivamente, non si erano lanciate in una estrema ricerca del profitto, ma avevano operato nell'interesse del Paese. Le vicende del Montepaschi sembrano dimostrare il contrario. Gli investimenti in titoli tossici c'erano, ma sembra che siano stati nascosti da trucchi contabili. I derivati rischiosi c'erano,

ma sembra che non venissero riportati in bilancio. Lungi dal proteggerla dalla “miope” pressione per i profitti il controllo della Fondazione bancaria Montepaschi ha reso possibile un pericoloso intreccio tra politica e banca: intreccio che è finito per costare estremamente caro alla città di Siena e a tutti i cittadini italiani. Urge un disegno di legge per impedire alle Fondazioni ex bancarie di esercitare funzioni di controllo. Sono enti benefici e se vogliono rimanere tali dovrebbero diversificare completamente il loro patrimonio.

Last but not least, urge una nuova normativa sull’uso dei derivati. Non sono tra coloro che li demonizzano. I derivati possono essere molto utili ma, Montepaschi insegna, possono essere anche estremamente pericolosi se dati nelle mani di manager senza scrupoli. Purtroppo il danno si scopre sempre troppo tardi, come abbiamo visto con lo stesso governo italiano, che l’anno scorso ha dovuto pagare 2,6 miliardi di euro a Morgan Stanley per terminare alcuni derivati contratti nel 1994. Per evitare che questo succeda è necessaria la massima trasparenza. Per questo io assoggetterei la validità di un derivato alla controfirma della società di revisione, che così si assume la responsabilità che questi contratti siano riportati correttamente in bilancio. In questo modo si evita che un amministratore poco onesto tranquillizzi la controparte (mentendo) che il contratto era stato messo a conoscenza dei revisori.

Molti diranno che la campagna elettorale non è un buon momento per discutere di riforme serie. Non sono d’accordo. La campagna elettorale è il momento migliore per forzare i rappresentanti politici, spesso troppo compiacenti con i poteri della finanza, a prendere una posizione chiara su questo punto. Le mie quattro proposte sono certamente perfettibili, e quindi invito tutti i partiti a discuterle e a migliorarle. Ma chi si rifiutasse di prendere un impegno elettorale preciso su questi punti o, peggio, ignorasse il problema, ai miei occhi diventerebbe un complice del degrado finanziario.

Mps, ecco chi sono i complici

(L'Espresso - 1 febbraio 2013)

“Una storia italiana dal 1472”. Così recita il motto del Monte dei Paschi di Siena (Mps). Ed è vero. La storia torbida di Mps e il suo drammatico declino rappresentano la storia italiana, lo specchio di quello che sta succedendo al nostro Paese.

Come all'epoca di Mani pulite, l'intero sistema cerca di scaricare la responsabilità su di un singolo “mariuolo”, in questo caso Giuseppe Mussari. Ma a differenza di Mario Chiesa, questo mariuolo non era un signore qualsiasi, era il presidente della Associazione bancaria italiana. «Qui assiste au crime assiste le crime» (chi assiste passivamente a un crimine, ne diventa complice), diceva Victor Hugo. In questo senso morale, anche se non necessariamente in quello giuridico, l'intera classe dirigente italiana è complice di questo disastro.

È moralmente complice innanzitutto il Pd di Bersani, che tramite il controllo di Regione, Provincia e Comune nomina 14 dei 16 consiglieri della Fondazione Mps. «Noi Mussari l'abbiamo cambiato un anno fa», si vanta Massimo D'Alema, non capendo che così si assume la responsabilità di aver nominato il mariuolo presidente della banca e di averlo tenuto lì per sei anni, durante i quali il valore della banca si è ridotto di 15 miliardi.

È moralmente complice la Banca d'Italia, che quell'istituto doveva vigilare. Se basta, come ha sostenuto il governatore Visco, un mariuolo per ingannare la Vigilanza, a cosa serve la Vigilanza?

È moralmente complice anche Mario Draghi, che in veste di governatore ha autorizzato il folle acquisto di Antonveneta da parte di Mps nel 2007, un acquisto fatto in fretta, violando i più basilari principi di buona corporate governance, senza una “due diligence”, a un valore di 4 miliardi superiore al prezzo pagato dal Santander solo tre mesi prima. È moralmente complice anche di non aver agito - a quanto risulta dai bollettini di vigilanza - dopo che i suoi ispettori nel 2010 avevano trovato «profili di rischio non adeguatamente controllati» in Mps, come evidenzia il rapporto interno Bankitalia rivelato da Linkiesta.

È moralmente complice Giulio Tremonti che come ministro del Tesoro avrebbe dovuto vigilare sulla solidità delle fondazioni e invece ha permesso alla Fondazione Montepaschi di indebitarsi per mantenere il controllo della banca.

È moralmente complice anche Berlusconi che da premier ha avallato le scelte di Tremonti, rifiutandosi di criticare «un'istituzione a cui vuole bene» perché grazie a essa poté costruire Milano 2 e Milano 3.

È moralmente complice Mario Monti che ha concesso 3,9 miliardi di aiuti senza chiedere prima una pulizia radicale della banca. Come è responsabile di aver accettato in lista Alfredo Monaci, consigliere di amministrazione di Mps durante la gestione Mussari e oppositore dell'operazione di pulizia promossa (molto tardivamente) dal sindaco di Siena. È questa la società civile che Monti porta in politica?

È moralmente complice l'intero sistema bancario italiano. Mussari non solo è stato eletto presidente dell'Abi, ma è stato rieletto all'unanimità dopo che erano già trapelate le notizie di indagini sul suo conto. E Mussari non è stato un presidente qualsiasi: è stato la punta di sfondamento della lobby bancaria che ha chiesto a gran voce una causa legale contro il povero direttore della European banking association Andrea Enria, “colpevole” di voler imporre in maniera rigorosa gli standard europei di capitalizzazioni delle banche. E che ha tuonato lungamente per imporre una patrimoniale a difesa dei titoli di Stato, su cui il suo Montepaschi stava speculando per ripianare i buchi di bilancio.

Se tutti sono complici, come possiamo evitare di diventare complici anche noi?

Richiedendo come condizione del nostro voto che il partito di nostra fiducia si impegni a sostenere una commissione parlamentare di inchiesta, presieduta da una persona al di sopra di ogni sospetto, che indaghi a 360 gradi sull'affare Monte Paschi e le colpe in vigilando di tutti gli organi istituzionali. E se il nostro partito non lo fa, votiamone un altro. Il potere di cambiare è nostro, riprendiamocelo!

Conflitti d'interesse italiani

(Sole 24 Ore - 22 marzo 2013)

In Italia, un'economia piccola in cui la proprietà delle grandi imprese e delle banche è concentrata nelle mani di poche famiglie e dello Stato, il conflitto di interesse è endemico. Per dirla con un proverbio «il più sano ha la rogna». Proprio per questo è facile scadere in «tutti colpevoli, nessuno è colpevole» o - peggio - scambiare per paladini della corporate governance coloro che la usano in modo strumentale: come a suo tempo Cesare Geronzi cercò di fare in Generali.

Il caso del recente conflitto sulla nomina di candidati al Consiglio di sorveglianza di Intesa Sanpaolo da parte di Assogestioni ne è un esempio paradigmatico.

La legge sul risparmio, che impone alle società quotate di riservare dei consiglieri agli azionisti di minoranza, ha una grossa lacuna: come vengono selezionati questi candidati? Troppo spesso la lista è presentata da qualche famiglia che detiene una quota rilevante, seppur di minoranza. In questo caso il rischio è che i nominati abbiano più a cuore l'interesse della famiglia che li ha nominati di quello di tutti gli azionisti nel loro complesso.

Altre volte, la lista è presentata da Assogestioni. Purtroppo anche qui c'è un potenziale conflitto di interesse. Assogestioni aggrega i gestori di fondi di investimento. I più grossi tra questi sono di proprietà delle principali banche ed assicurazioni. C'è il rischio che, tramite i gestori dei fondi, i vertici delle banche finiscano per nominare i loro consiglieri di amministrazione.

Fino a poco tempo fa il problema si poneva solo da un punto di vista teorico. Il gruppo dirigente della maggior parte delle imprese italiane deteneva saldamente il controllo del consiglio e quindi la qualità ed indipendenza dei consiglieri di minoranza erano irrilevanti. La crisi economica e i dissensi che questa ha creato tra i vari azionisti di controllo ha reso più importanti i consiglieri di minoranza. Con i consigli divisi il loro voto può diventare determinante in scelte strategiche. Giovanni Perissinotto non sarebbe mai stato sostituito dalla carica di amministratore delegato di Generali senza il voto determinante dei consiglieri di minoranza. Il rally del titolo Generali dopo le sue dimissioni ha dimostrato che questa fosse la scelta giusta per gli azionisti. Questa decisione, però, non ha fatto certo piacere a Perissinotto.

Il rischio che presidenti e amministratori delegati chiedano alle loro società di gestione di nominare candidati "affidabili" (ovvero che votino sempre a favore del management) invece che candidati veramente indipendenti, è in ogni caso reale. Assogestioni ha cercato di premunirsi contro questo rischio con due meccanismi. Primo: l'obbligo per una Sgr di non partecipare alle riunioni che decidono i candidati al consiglio nella banca che la controlla. Secondo meccanismo: il coinvolgimento degli investitori istituzionali esteri, naturalmente meno in conflitto sulle vicende del nostro Paese. Lungi da essere perfetti, questi meccanismi hanno il vantaggio, se non di prevenire, almeno di rendere più costose interferenze improprie. Ed è quello che è successo con le nomine per il consiglio di Intesa Sanpaolo.

Lo scorso 6 marzo il comitato gestori aveva concordato una lista. Dopo che la decisione era stata presa, però, Eurizon, che a norma di regolamento non dovrebbe avere voce in capitolo in quanto controllata da Intesa Sanpaolo, ha sollevato un problema su uno dei candidati: il professor Vincenzo Carriello. In passato il suo studio legale aveva lavorato per Intesa Sanpaolo. Coerentemente con le regole del comitato, Carriello si era impegnato a dimettersi dallo studio appena eletto. Ma questo non era sufficiente per Eurizon che ha imposto un cambio della lista.

Molto più importante dalla sostanza dell'obiezione, sono il modo ed i tempi con cui questa obiezione è stata sollevata. Che Carriello appartenesse ad uno studio legale era noto al comitato gestori. Spettava quindi a loro decidere se egli era in conflitto sulla base di criteri oggettivi. Le regole non possono essere ad hominem, perché altrimenti

creano totale arbitrarietà. Quando poi una regola ad hominem viene sollevata da una parte in conflitto di interesse, che non dovrebbe neppure partecipare al processo decisionale, sorge il dubbio che l'attacco sia strumentale. Il professor Carriello è un esperto di sistema duale e non ha mai fatto mistero che a suo parere quello di Intesa Sanpaolo non funziona: non proprio un voto di fiducia a chi questo sistema ha voluto ed ha sempre gestito.

Il fatto positivo è che i meccanismi di allerta hanno funzionato. Con grande coerenza, Guido Giubergia, coordinatore del comitato gestori di Assogestioni, si è dimesso in segno di protesta per le indebite interferenze di Eurizon. Un rappresentante di fondi esteri ha lasciato il comitato sdegnato. Altri fondi esteri - sentito l'accaduto - hanno minacciato di non votare i candidati di Assogestioni. Il comitato gestori di Assogestioni è stato costretto a modificare la lista. Anche se Carriello al momento non risulta in lista, una violazione delle procedure non è passata sotto silenzio.

Dati questi segnali di allarme, in un Paese normale la Consob si sentirebbe in dovere di aprire un'indagine sull'accaduto. In un Paese normale, delle associazioni a difesa degli azionisti di minoranza lancerebbero una campagna di boicottaggio contro Eurizon con slogan tipo: "Chi investe in Eurizon sostiene la Casta". Non solo le indebite interferenze di Eurizon danneggiano la buona corporate governance, ma lasciano intravedere fini ben diversi da quello di massimizzare il rendimento degli investitori. In un Paese normale, se il problema dovesse ripetersi, un intervento legislativo per risolvere questo problema si renderebbe inevitabile. E - visto i tempi che corrono - questo intervento potrebbe essere molto costoso per tutti i partecipanti coinvolti: ad esempio l'obbligo per le banche e le assicurazioni di vendere le società di gestione, come ad esempio è accaduto in Israele.

Purtroppo il nostro non è un Paese normale. È il paese dove l'innocente Pinocchio finisce in galera per aver denunciato di esser stato derubato dal gatto e la volpe. Pertanto Giubergia, che ha correttamente denunciato il fatto, rimane fuori dal comitato di gestori, mentre l'amministratore delegato di Eurizon, Mauro Micillo, non solo ci rimane dentro, ma rimane anche saldamente alla vicepresidenza di Assogestioni. Il meccanismo di allerta ha funzionato, ma da oggi il sistema di protezione contro i conflitti di interesse è diventato più debole.

P.s.: a dimostrazione di quanto intricati siano i rapporti in Italia, in questa vicenda sono un po' in conflitto di interesse anch'io. Come rappresentante degli azionisti di minoranza in Telecom sono stato nominato dal comitato gestori, presieduto da Guido Giubergia. In parte le sue dimissioni mi mettono al riparo dall'accusa di scrivere per ingraziarmi la sua benevolenza futura. Ciononostante un po' della proverbiale «rogn» ce l'ho anch'io addosso. Per questo ho riflettuto a lungo se fosse il caso di scrivere su questo argomento. Ho deciso di farlo rivelando il mio possibile conflitto e rimettendo a voi lettori il giudizio.

Visco aveva cominciato bene ma poi...quei silenzi del Governatore su Sgr e banche

(Sole 24 Ore - 12 aprile 2013)

Negli anni l'ufficio studi di Banca d'Italia ha prodotto pregevoli lavori sulla governance delle imprese, anche se l'argomento esulava dai compiti istituzionali della Banca. Perché l'ufficio studi non ha dedicato lo stesso fervore nello studio della governance delle banche, che Bankitalia ha il compito di regolare e vigilare? Come i casi di Banca Popolare di Milano e di Montepaschi dimostrano, la governance delle banche è una determinante fondamentale del loro stato di salute. Bankitalia, quale supervisore del sistema bancario, deve quindi porre questo argomento al centro delle proprie indagini empiriche e delle proprie ispezioni di vigilanza.

Il governorato di Ignazio Visco era cominciato bene, con un convegno sul tema. Ma al convegno non sembrano essere seguiti i fatti. Gli argomenti di governance bancaria su cui Bankitalia potrebbe intervenire, sia dal punto di vista regolatorio che da quello sanzionatorio, sono infiniti. Ma in questo momento, ce n'è uno che spicca: il conflitto di interesse tra società di gestione del risparmio (Sgr) e banche controllanti.

Il problema è serio. Se le Sgr bancarie potessero votare a sostegno del management della banca controllante, si avrebbe la totale autoreferenzialità del management. Per questo il Testo Unico della Finanze e il regolamento congiunto Consob-Bankitalia prescrivono che le Sgr debbano esercitare i diritti di voto delle azioni gestite nell'interesse dei clienti e non nella controllante. Questo principio è riaffermato da Bankitalia nelle disposizioni di vigilanza del 23 ottobre 2009 (potere di direzione e coordinamento di una capogruppo sulle Sgr appartenenti al gruppo), in cui si richiede alla capogruppo di riconoscere l'indipendenza delle Sgr nella modalità dell'esercizio del diritto di voto.

Purtroppo l'indipendenza nelle decisioni di voto è un principio difficile da verificare. La sostanza può essere violata, pur rispettando perfettamente la forma. Proprio per questo, il regolatore deve intervenire in modo incisivo e severo quando la forma viene violata anche marginalmente. In questo campo, la più piccola infrazione della forma non deve essere vista come un errore veniale, ma come la punta di un iceberg. Un iceberg che, se non viene contenuto, rischia di affondare le principali banche del nostro Paese.

L'occasione d'oro per applicare questi principi è stata fornita a Bankitalia da Eurizon. Come ho scritto il 22 marzo, il professor Vincenzo Carriello, già indicato come candidato delle Sgr e degli altri investitori istituzionali esteri per il rinnovo del Consiglio di Sorveglianza di Intesa (controllante di Eurizon), è stato rimosso dalla lista per le obiezioni di alcuni gestori, tra cui Mauro Micillo di Eurizon. Queste obiezioni hanno riguardato il presunto conflitto di interessi di Carriello (lavora in uno studio legale che ha ricevuto in passato contratti da Intesa). L'obiezione non aveva motivo di essere perché Egon Zehnder, advisor indipendente dei gestori, aveva confermato la propria valutazione di indipendenza del candidato anche dopo le obiezioni sollevate da Micillo e comunque Carriello si era impegnato a dimettersi dallo studio legale. Non esisteva quindi nessun motivo per bloccarlo, se non il fatto che Carriello sembrerebbe invisibile ai vertici di Intesa. Nonostante questo, Carriello è stato escluso dalla lista.

Io non sono un giurista, ma questa presa di posizione mi sembra essere in palese violazione del "Protocollo di autonomia per la gestione dei conflitti d'interessi" che la stessa Eurizon si è data. In questo regolamento la Sgr considera "situazione di conflitto d'interessi" l'esercizio del diritto di voto nella capogruppo. Eurizon non solo ha conferito le sue azioni Intesa per presentare la lista Assogestioni (secondo una prassi consolidata), ma è intervenuta sul contenuto di questa lista, quindi in una situazione definita come di conflitto di interessi dal regolamento della società stessa. La reazione degli investitori istituzionali esteri sembra confermare la serietà di questa violazione.

Molti investitori esteri, per protesta, hanno ritirato il loro supporto alla lista. In aggiunta, la lista Assogestioni in Intesa non ha ottenuto, a differenza di tutti gli altri casi, il supporto delle due principali agenzie di valutazione delle decisioni di voto (Institutional Shareholders Service, Iss, e Glass Lewis). Entrambe queste agenzie hanno motivato il voto contrario con le indebite interferenze di Eurizon, che avrebbe violato le regole interne di Assogestioni a protezione dell'indipendenza dei candidati.

Di fronte a questa violenta reazione degli esteri, stupisce il silenzio di Intesa. Una banca seria, che rispetta le regole che si è data, non può non imporre una pesante sanzione a chi queste regole ha violato, pena il rischio di svuotare interamente il significato di tutte le regole interne. Non mi risulta che alcun provvedimento sia stato preso. Anzi, Micillo è stato rieletto vicepresidente di Assogestioni. Ma stupisce ancora di più il silenzio di Bankitalia. Il problema trascende il fatto specifico, e assume una dimensione sistemica. Permettendo prima e non sanzionando poi l'intervento di Micillo, Intesa appare priva di presidi sufficienti per garantire l'indipendenza della Sgr dalla capogruppo. Questo è un problema di competenza di Bankitalia, che non può essere ignorato. Se no dobbiamo concludere che in Italia oltre al «too big to fail» sembra esserci anche il «too politically powerful to be sanctioned».

Banca Intesa: risultati e responsabilità

(Sole 24 Ore - 12 maggio 2013)

Grazie anche all'entrata di alcune donne (imposta dalla legge sulle quote di genere), gli organi decisionali di Intesa Sanpaolo hanno visto un moderato svecchiamento: l'età media del consiglio di sorveglianza è scesa da 65 a 59 anni, quella del consiglio di gestione da 67 a 58. Ma il vero problema non è l'età, ma l'autoreferenzialità al vertice.

Il capo della banca (nelle sue varie incarnazioni) da trent'anni è sempre lo stesso. La maggior parte dei consiglieri è stata indicata e votata da Fondazioni a loro volta autoreferenziali. E i vertici sembrano sordi al fatto che quasi il 25% dei voti in assemblea non ha votato per alcuna delle liste presenti: un enorme segno di disagio nel mondo societario.

In questo contesto, il vero problema è chiedersi se questi vertici siano quelli più adatti a guidare la principale banca del Paese. È necessario rispondere a questo quesito senza pregiudizi, sulla base delle azioni messe in campo e dei risultati conseguiti. Il leggendario primo ministro inglese Winston Churchill diceva che il parlamento non aveva il compito di suggerirgli come condurre la guerra, ma di decidere se dovesse essere ancora lui a farlo. Lo stesso vale per i consigli di amministrazione, il cui compito principale è stabilire se i vertici sono ancora adatti ai compiti che ricoprono. Ma come può un consiglio di amici altamente selezionati, molti dei quali adeguatamente compensati da cariche in società del gruppo o imprese da esso influenzate, analizzare in modo indipendente l'operato del presidente? Vista l'importanza che Intesa Sanpaolo ricopre per il Paese, però, è essenziale che tale riflessione venga fatta. Come è stata gestita Banca Intesa negli ultimi anni?

Se guardiamo al rendimento delle azioni in Borsa, Intesa ha certamente brillato nel panorama italiano: chi avesse investito all'inizio del 2007 si troverebbe oggi una perdita di solo il 67%, contro una del 92% per Montepaschi e dell'87% per UniCredit. La performance di Intesa, però, rimane nettamente inferiore a quella dell'indice bancario europeo durante il periodo (-57%).

Ma il presidente Bazoli - si sa - non guarda alla Borsa. Come enunciato nel piano 2011, gli obiettivi di Intesa Sanpaolo sono di «contribuire alla crescita e allo sviluppo dell'economia e della società» attraverso una «banca dell'economia reale», che non si arricchisce attraverso speculazioni finanziarie («incidenza dei ricavi da proprietary trading inferiore all'1% del totale»), ma con progetti di sviluppo che «promuovono e adottano l'innovazione a tutti i livelli».

Vediamo in che misura questi obiettivi sono stati conseguiti. Nel 2012 i mutui alle famiglie sono scesi del 2%, mentre le anticipazioni e finanziamenti alle imprese dell'8,4%. Ma questa media copre una importante differenza. Mentre le piccole e medie imprese soffrivano la scarsità di credito, Intesa largheggiava con i crediti ad alcune imprese accuratamente selezionate. È da più di quattro anni che Intesa continua a rinnovare un prestito di 1,3 miliardi di euro alla Tassara di Zaleski, nonostante il valore stimato del patrimonio di questa società sia inferiore ai suoi debiti, tanto che tutti i creditori stranieri sono rientrati nel 2008. Forse che la Carlo Tassara Spa contribuisce «alla crescita e allo sviluppo dell'economia e della società»? No. È un veicolo dedicato prevalentemente alla speculazione sui titoli delle principali società finanziarie italiane (tra cui la stessa Intesa).

Allo stesso modo i finanziamenti non sono mancati alle grandi operazioni di sistema coordinate da Intesa: Alitalia, Telco, Rcs. Negli ultimi quattro anni queste operazioni hanno impegnato complessivamente 1,3 miliardi di euro di prestiti e 756 milioni di capitale investito, che è costato a Intesa perdite pari a 624 milioni.

Visti gli obiettivi sociali dichiarati da Banca Intesa, le perdite finanziarie non sono l'unico metro di valore. Bisogna guardare ai benefici «alla crescita e allo sviluppo

dell'economia e della società». Purtroppo anche da questo punto di vista il bilancio è fallimentare. Alitalia, ad esempio, poteva essere venduta ad Air France per 2,4 miliardi di euro nel 2008, senza alcun carico per il contribuente. Invece oggi, dopo che i privati hanno versato 1,17 miliardi, il contribuente si è accollato 3,2 miliardi di euro (quasi un'Imu sulla prima casa) e i consumatori si sono accollati prezzi monopolistici sulla rotta Milano-Roma, il valore stimato di Alitalia è di solo 230 milioni.

Fallita la strategia delle operazioni di sistema, la banca rischia di ritrovarsi senza una strategia. Cucchiani, nominato Ceo 18 mesi fa, deve ancora produrre un nuovo piano strategico. Nel frattempo Intesa fa i bilanci con la speculazione. Nel 2012 l'attività di intermediazione ha generato 2,2 miliardi di euro (di cui 711 milioni tramite il riacquisto dei suoi stessi titoli) contro i 920 milioni di euro del 2011, permettendo alla banca di chiudere in nero e di pagare dividendi. Ma il quarto trimestre del 2012 era in rosso e il futuro è profondamente incerto.

Io credo nel profondo amore che Bazoli nutre per il nostro Paese e la sua banca. È proprio in nome di questo amore che gli chiedo di interrogarsi se ritiene davvero che la sua sia la guida più giusta per condurre la prima banca del Paese in un momento difficile. Forse nessuno al suo posto avrebbe potuto fare meglio. Ma non crede che sia giunto il momento di considerare alternative che provino a fare meglio?

I doveri di Banca d'Italia

(Sole 24 Ore - 5 giugno 2013)

Negli Stati Uniti la Federal Reserve nei suoi report ufficiali si attiene rigidamente ai soli temi di politica monetaria. Non lo fa per incompetenza (il suo ufficio studi è molto buono) ma per divisioni di responsabilità. Se la Fed si permettesse di sindacare la politica economica del Governo, il Governo si sentirebbe in diritto di intromettersi sulla politica monetaria della Fed. La tradizione in Banca d'Italia è diversa.

Le Considerazioni finali sono sempre state più simili a un programma economico di un governo ombra che a un trattato sulla politica monetaria. Quest'anno, Visco ha ridotto il peso dei consigli di politica economica, forse rispettoso del fatto che - tramite Saccomanni - Bankitalia è presente al governo e, quindi, non può contemporaneamente essere all'opposizione.

Purtroppo questo doveroso cambio di focus non è stato a vantaggio del compito principale di Bankitalia. Prima dell'introduzione dell'euro, Bankitalia era responsabile della nostra politica monetaria. Oggi questa viene decisa a Francoforte. Visco partecipa sì a queste decisioni, ma è solo uno dei tanti voti. Il suo compito principale è quello della vigilanza bancaria. Un compito essenziale, in cui Bankitalia non ha certo brillato. Delle 20 pagine di considerazioni finali, Visco ne ha dedicata solo mezza a questo argomento, spesa per lo più ad assolvere la sua istituzione da qualsiasi responsabilità nel caso Montepaschi.

Più peso (sei pagine) è stato giustamente dato all'analisi del settore bancario. Nell'analizzare la caduta del credito (sia commerciale che alle famiglie) Visco sembra dividere equamente la colpa tra domanda e offerta. "La contrazione dei prestiti riflette la flessione degli investimenti delle imprese, la caduta degli acquisti dei beni durevoli, e la debolezza del mercato immobiliare. Alla diminuzione degli impieghi - aggiunge però Visco - contribuisce - in misura significativa - l'irrigidimento dell'offerta".

Meno chiaro è cosa voglia fare Bankitalia per ridurre queste strozzature dal lato dell'offerta. Visco rivendica la severità di Bankitalia sul "vaglio dell'adeguatezza delle rettifiche di valore effettuate dagli intermediari". Tradotto in linguaggio corrente, questo significa che le ispezioni di Bankitalia hanno evidenziato perdite su crediti molto maggiori degli accantonamenti contabili. Invece di forzare le banche a una ripatrimonializzazione, però, Bankitalia ha "chiesto alle banche di aumentare le risorse generate internamente", ovvero ha lasciato loro il tempo di uscire dalla crisi attraverso i profitti cumulati. Per farlo, però, le banche devono ridurre i prestiti e aumentare i margini, contribuendo alla contrazione del credito lamentata dallo stesso Visco.

Di grande importanza, invece, è l'ultima pagina delle Considerazioni sul ruolo delle Fondazioni e delle banche popolari. Visco ammonisce giustamente le Fondazioni ad abbandonare qualsiasi ruolo di indirizzo nelle banche e ad aprire il capitale delle stesse per favorirne la ripatrimonializzazione. Speriamo che il suo ex-collega Saccomanni, che ora come ministro dell'Economia ha il compito di vigilare le Fondazioni, segua le raccomandazioni del Governatore.

Altrettanto validi sono i richiami a una riforma delle banche popolari, almeno quelle che hanno perso una dimensione locale. Per costoro è necessaria una riforma del voto capitaro, per facilitare emissioni azionarie che rimpinguino il capitale e aumentino la capacità di prestare alle imprese.

Chiamandosi finali e non programmatiche le Considerazioni non si prestano a elementi prospettici. Ciononostante ci piacerebbe in futuro che a fianco di quello che il Paese può fare per migliorare l'economia, ci fosse anche quello che Banca d'Italia può fare per il Paese.

I rischi della finanza creativa

(L'Espresso – 9 agosto 2013)

Una delle novità di politica economica introdotte dal governo americano durante la crisi finanziaria del 2008 fu l'uso massiccio di garanzie statali. Invece di aiutare le banche direttamente con dei sussidi, il governo scelse di farlo indirettamente, garantendo a chi prestava alle banche di riottenere i propri soldi, indipendentemente dalla sorte della banca a cui avevano prestato. Iniziato sotto Bush, l'uso delle garanzie statali come strumento di politica economica continuò con l'amministrazione Obama.

Come tutte le mode americane (buone o cattive che siano) anche questa è arrivata in Italia. Uno dei primi provvedimenti del governo Monti fu la garanzia statale per le obbligazioni bancarie contenuto nel decreto Salva Italia. Anche il governo Letta nel suo primo decreto ha aumentato di 200 milioni la dotazione del Fondo centrale di garanzia per le piccole-medie imprese. Ma è poca cosa rispetto a quello che Letta sta preparando: 50 miliardi di garanzie ai prestiti che le banche faranno alle piccole e medie imprese.

È facile capire perché le garanzie siano diventate uno strumento di politica economica così popolare: non comportano alcun esborso di cassa immediato. In un momento in cui i soldi non ci sono, basterebbe questo motivo per spiegare il loro successo. Ma non è l'unico motivo. Proprio perché sembrano non costare nulla, le garanzie permettono di fornire forti sussidi a gruppi politicamente influenti senza suscitare violente reazioni popolari. Cosa avrebbe tuonato Grillo se il governo Monti avesse regalato alle principali banche italiane 3,5 miliardi l'anno per i prossimi cinque anni? Eppure il valore di mercato delle garanzie offerte dal decreto Salva Italia alle nostre banche è più o meno questa cifra: almeno 4 punti percentuali di sconto rispetto al prezzo di mercato delle garanzie su un ammontare di debiti pari a 86 miliardi. Se la reazione di indignazione è stata contenuta, è perché il costo era invisibile.

Anche se il costo è invisibile, poi spesso il conto bisogna pagarlo. Per anni il Tesoro americano si è cullato nell'illusione che la garanzia offerta ai due giganti dei mutui (Fannie Mae e Freddie Mac) fosse senza costo. Perfino il premio Nobel per l'economia Joseph Stiglitz aveva dichiarato che la probabilità di default di uno dei due giganti «è nettamente inferiore a una su 500 mila, e potrebbe essere meno di una su 3 milioni.» Ma nel 2008 sia Fannie Mae sia Freddie Mac fallirono e il governo americano dovette sborsare quasi 200 miliardi di dollari per ripianare le perdite.

Le garanzie che il governo Letta si appresta a fornire alle banche sembrano ancora più pericolose. Invece di subentrare solo se le perdite sono superiori a un certo livello, il governo si assumerebbe metà del rischio su ogni nuovo prestito emesso. Dato un tasso di perdite intorno al 9 per cento, garantire al 50 per cento 100 miliardi di prestiti costerebbe al governo "solo" 4-5 miliardi (pari all'incirca all'Imu sulla prima casa). Purtroppo il rischio è che le banche scelgano di estendere questi prestiti ai loro clienti peggiori, quelli che hanno già in carico e da cui non si aspettano di essere ripagati. Rinnovando i prestiti con la garanzia statale, le banche sarebbero in grado di scaricare metà delle perdite già subite sui conti pubblici, con effetti devastanti sul bilancio pubblico. E invece di stimolare prestiti alle nuove imprese, queste garanzie avrebbero l'effetto di tenere artificialmente in vita imprese zombie, con effetti deleteri sull'economia.

Come se non bastasse queste garanzie, vendute come un aiuto alle piccole e medie imprese, rischiano di trasformarsi in un aiuto alle sole banche. In un mercato perfettamente competitivo, non importa chi riceve il sussidio, questo finirà sempre per favorire il consumatore (in questo caso le imprese). Ma il nostro mercato bancario è lungi dall'essere perfettamente competitivo. Quindi una parte notevole del sussidio rischia di finire nelle mani delle banche, le quali sono possedute a loro volta da fondazioni di nomina politica. Così, alla fine, è sempre la politica che finanzia se stessa, a spese dei contribuenti.

Quel «no» al mercato è un regalo alle banche

(Sole 24 Ore - 20 dicembre 2013)

Arenderla così attuale, non è l'esigenza, già sottolineata dalla Legge sul Risparmio del 2005, di trovare una sistemazione più adeguata della proprietà della nostra Banca Centrale, ma una serie di interessi diversi: aiutare le banche a ricapitalizzarsi e aumentare il gettito fiscale. Per evitare di cadere vittime della pressione mediatica esercitata da questi interessi è importante analizzare il quesito dal punto di vista della teoria economica.

L'allocazione della proprietà - ci insegna la moderna teoria economica - è importante non solo perché conferisce diritti patrimoniali (un flusso di dividendi), ma soprattutto perché attribuisce il diritto di controllo (ovvero il diritto di prendere decisioni). La proprietà, dunque, deve spettare a chi eserciterà questo diritto di controllo nel modo migliore, ovvero nel modo che massimizza le dimensioni della torta economica da spartire. Per questo motivo la proprietà delle imprese deve essere nelle mani dei privati che hanno l'interesse ad investire ed aumentarne il valore. Ma per lo stesso motivo, la proprietà delle prigioni è meglio lasciata nelle mani dello stato: i privati tendono a massimizzare i profitti, ignorando i diritti dei prigionieri (anche se le condizioni delle prigioni italiane possono far dubitare della validità dell'argomento, vi invito a riflettere come sarebbero nelle mani di alcuni capitalisti nostrani).

Per decidere chi debba possedere la Banca d'Italia è necessario capire quali funzioni essa svolge. Tradizionalmente, la Banca d'Italia svolgeva due funzioni: era l'istituto di emissione, che stampava moneta e regolava la politica monetaria, ed era il regolatore e supervisore del sistema bancario. Entrambe queste funzioni sono state ridimensionate dall'unificazione monetaria. Oggi la Banca d'Italia svolge il ruolo di istituto di emissione solo per conto e sotto la supervisione della Banca Centrale Europea. Non gestisce autonomamente la politica monetaria, ma contribuisce solo con il suo rappresentate alla determinazione della politica monetaria europea. Infine, svolge il ruolo di regolatore e supervisore del sistema bancario, anche se gli ultimi accordi trasferiscono il ruolo di supervisione dei maggiori istituti bancari alla Bce.

Quale tipo di proprietà garantisce la politica monetaria migliore? La maggior parte dei governi vuole mantenere l'inflazione contenuta nel lungo periodo, ma tutti sono tentati dall'alimentarla nel breve - soprattutto sotto elezioni - per aumentare temporaneamente l'occupazione. Per evitare questo conflitto, la politica monetaria deve essere affidata ad un organismo indipendente. Per quanto tecniche, però, le decisioni di politica monetaria hanno effetti redistributivi, e quindi sono decisioni politiche. In aggiunta i proventi di un istituto di emissione vengono principalmente dalla facoltà di stampare moneta (il cosiddetto signoraggio). Trattandosi a tutti gli effetti di una tassa, tali proventi devono appartenere allo Stato.

Il compromesso raggiunto dalla legge bancaria del 1936 aveva una sua logica. La nostra banca centrale era formalmente posseduta da tutte le banche (che eleggevano il Consiglio Superiore della Banca d'Italia), ma il governatore veniva nominato dal governo. Per garantire alla Banca un'indipendenza anche finanziaria, i proventi del signoraggio andavano alla banca centrale, che poi li trasferiva al Tesoro al netto delle spese e dei dividendi (limitati) pagati ai detentori delle quote. Formalmente gli azionisti non avevano diritto di interferire nelle decisioni di politica monetaria o nell'attività regolatoria.

Con il trasferimento della politica monetaria a Francoforte, questo compromesso perse la sua ragion d'essere. La funzione principale della Banca d'Italia diventava quello di supervisione delle banche. Ed avere il supervisore controllato dalle banche (che nel frattempo erano state privatizzate) era come mettere la volpe a guardia del pollaio. Il consolidamento del settore bancario aveva ulteriormente aggravato il problema, perché le quote di Bankitalia, prima divise tra molti istituti, erano concentrate per il 30.3% in Banca Intesa e per il 22.1% in UniCredit. La tensione esplose nel 2005, quando all'ora

governatore Fazio si mise a dirigere, invece che supervisionare, il sistema bancario. Da qui l'indicazione della Legge sul Risparmio di trasferire le quote di Bankitalia allo Stato o ad altri enti pubblici.

La nazionalizzazione di Bankitalia decisa dalla legge sul Risparmio era la soluzione logica. D'altra parte, le principali Banche centrali Europee (dalla Bundesbank alla Banca di Spagna, dalla Banca d'Inghilterra a quella di Francia) sono di proprietà dello Stato. L'unico dubbio è quale sia l'indennizzo giusto da pagare agli attuali detentori. Da un punto di vista teorico la risposta è molto semplice: il valore scontato dei dividendi futuri. Ma quali dividendi? I tre saggi nominati da Bankitalia hanno assunto che i dividendi futuri aumentino allo stesso tasso di crescita registrato negli ultimi dieci anni: ovvero il 5%. In questo modo sono arrivati ad una valutazione tra i 5 e i 7.5 miliardi di euro.

Questa valutazione è altamente discutibile. Se il tasso di crescita dei dividendi al 5% fosse permanente, il valore delle quote sarebbe infinito: perché il tasso a cui sono scontati questi dividendi (4.6%) è inferiore al tasso di crescita dei dividendi stessi. Per questo i saggi interrompono la crescita al 5% dopo 20 o 30 anni (da qui il range di valutazioni), ed impongono da lì in poi un tasso arbitrario di crescita del 3%. Con questi calcoli arrivano ad un valore tra i 5 e i 7.5 miliardi di euro. Per non mancare di generosità il governo ha scelto il valore massimo: 7.5 miliardi.

Il valore stimato dai saggi dipende crucialmente da tre ipotesi: che il tasso di crescita sia effettivamente del 5%, che duri a tale livello per 20-30 anni, e che dopo rimanga per sempre al 3%. In genere, nei modelli di valutazione si fanno previsioni di crescita "anormale" (come una crescita del 5% con un tasso di sconto del 4.6%) per non più di 5 anni. Poi, a valore terminale, si usa un tasso di crescita in linea con l'inflazione. Con queste due semplici correzioni, la valutazione si riduce a 3.3 miliardi, meno della metà di quella decisa dal governo. La differenza è un regalo alle banche, in particolar modo Banca Intesa e UniCredit: un regalo pari a circa un anno di Imu sulla prima casa.

Come se non bastasse la proposta del governo non prevede una nazionalizzazione di Bankitalia, ma solo una redistribuzione delle quote tra istituzioni finanziarie. Se questo fosse l'obiettivo finale, non ci sarebbe bisogno di una valutazione esterna: basterebbe lasciare al mercato determinare il prezzo. La rivalutazione del capitale, però, ha anche un'altra funzione. Lo Statuto di Bankitalia fissa il dividendo al 6% del capitale. Rivalutando il capitale, i dividendi futuri aumenterebbero da 70 milioni a 500 milioni, riducendo le entrate dello stato per la differenza.

Invece che a correggere un problema istituzionale, la proposta del governo sembra andare nella direzione di aiutare le banche a ricapitalizzarsi a spese dello stato, che si fa carico di comprare le quote in mancanza di compratori privati. Pur perdendoci nel lungo periodo, lo Stato ci guadagna nel breve: riceve subito delle imposte sulle plusvalenze che può contabilizzare a riduzione del deficit. Se questa manovra l'avesse ideata Tremonti, la Banca d'Italia l'avrebbe stigmatizzata come "finanza creativa". Visto che viene da un ministro ex banchiere centrale, come dobbiamo chiamarla?

Si alla Bad bank, ma senza strage d'impresе

(Sole 24 Ore - 18 febbraio 2014)

Nonostante lo spread sia a livelli minimi e la crescita economica trimestrale abbia registrato il primo segno più dal 2011, l'economia italiana stenta a ripartire. A frenare questo decollo contribuisce sicuramente il nostro sistema bancario, che non ha mai brillato per efficienza, ma che oggi si trova in particolare difficoltà, dopo quattro anni di pesantissima recessione e con un esame della Banca centrale europea (Bce) a breve.

Fa bene quindi il governatore di Bankitalia Ignazio Visco ad occuparsi del problema.

L'idea da lui avanzata di una "bad bank" ha i suoi meriti. Ma c'è bad bank e bad bank. Nella sua accezione originaria la bad bank ha due funzioni. La prima è quella di rimuovere l'incertezza sul valore dei crediti in sofferenza per facilitare la raccolta di capitale di rischio. È difficile per degli investitori sottoscrivere un aumento di capitale quando non è chiara la dimensione del buco che devono coprire. In particolar modo, un nuovo investitore teme l'uso dei nuovi fondi per occultare le perdite sui prestiti esistenti (quello che gli inglesi chiamano extend and pretend). La collocazione dei crediti in sofferenza in una entità separata rende più difficili questi abusi e quindi più facile raccogliere quel capitale di cui molte banche italiane hanno oggi bisogno.

La seconda funzione della bad bank è quella di migliorare l'efficienza nel recupero dei crediti in sofferenza. Non tutti i crediti però vengono recuperati al meglio se trasferiti in una entità separata. Sono molto adatti al trasferimento in una bad bank i crediti con garanzie reali nei confronti di imprese fallite. In questo caso non esiste nessuna sinergia tra l'ufficio concessione crediti e l'ufficio recupero crediti: l'azienda è morta e si tratta di trovare un bravo venditore per le proprietà pignorate. Sono anche adatti al trasferimento alla bad bank i prestiti ai conoscenti dei banchieri. Per un malinteso senso di amicizia o per evitare di ammettere l'errore compiuto, una Banca Intesa guidata da Bazoli tenderà ad essere troppo generosa nel rinegoziare i debiti di Zaleski. Una volta in mano ad un investitore interessato solo alla massimizzazione dei profitti, Zaleski sarebbe trattato come tutti gli altri debitori, aumentando il valore recuperato. Il rischio, però, è che a questo tipo di investitori siano trasferiti crediti nei confronti di imprese valide ma in difficoltà, che vedrebbero così segnata la loro sorte. Una banca, soprattutto una banca radicata sul territorio, ha un interesse ad aiutare le imprese fondamentalmente sane a superare momenti di difficoltà finanziaria, perché queste imprese rappresentano clienti futuri. Una bad bank no, perché non ha clienti futuri: viene liquidata una volta recuperati tutti i crediti. Purtroppo la selezione tra i clienti di un tipo e quelli di un altro richiede una profonda conoscenza delle situazioni specifiche.

Proprio per questo è molto pericoloso adombrare, come ha fatto Bankitalia, la possibilità di un sussidio pubblico alla bad bank. Senza sussidi il settore privato deciderà in modo oculato quali crediti trasferire alla bad bank e quali no. Se però il trasferimento dei debiti alla bad bank viene sussidiato, le banche avranno un incentivo a trasferirvi troppi crediti, con l'effetto di distruggere imprese, invece che salvarle. In altre parole il sussidio pubblico aiuterebbe molto le banche, ma avrebbe un effetto negativo sul resto del sistema economico.

Per giustificare un sussidio statale alla bad bank molti sono pronti ad additare l'esperienza americana. Tra i molti tipi di intervento durante la crisi del 2008 ci furono anche delle garanzie statali nei confronti dei crediti immobiliari delle banche (i famosi mutui tossici). Non solo queste garanzie non costarono nulla: il Tesoro Americano finì perfino per guadagnarci. Perché non provare questa strategia anche da noi?

Che un nostro conoscente abbia vinto alla lotteria non ci deve autorizzare a pensare che comprare biglietti della lotteria sia un buon investimento. E il rischio nella concessione di queste garanzie è assimilabile ad una lotteria. Con la differenza che almeno nella lotteria le perdite sono limitate al costo del biglietto. Invece con le garanzie,

lo Stato non paga alcun biglietto di ingresso (per cui sembra un intervento senza costo), ma le perdite che lo Stato rischia di accollarsi sono elevatissime. Il governo americano, con un basso livello di debito, poteva permettersi questo rischio, lo Stato italiano no. La seconda differenza è che il Tesoro americano aveva un modo semplice per selezionare i crediti adatti al trasferimento: i mutui immobiliari cartolarizzati. In Italia i mutui immobiliari raramente sono cartolarizzati e la distinzione tra crediti alle imprese e mutui immobiliari è molto tenue, perché spesso l'imprenditore usa le proprietà immobiliari come garanzia per finanziare l'impresa. Trasferendo i mutui immobiliari a una bad bank si rischia quindi di ammazzare le imprese.

Piuttosto l'esperienza americana ci insegna cosa succede quando si cambia il supervisore bancario. Un mio collega ha analizzato la differenza di valutazioni sulla solidità patrimoniale quando la stessa banca americana viene supervisionata prima da un regolatore statale e poi da uno federale (o viceversa). Lo studio evidenzia come i regolatori statali siano di gran lunga più generosi nei loro giudizi: tanto più generosi quanto più grande è la dimensione della banca locale rispetto all'economia dello stato che la regola (e quindi quanto più politicamente influente è la banca).

A maggio i primi 15 istituti di credito italiani saranno supervisionati per la prima volta dalla Bce invece che dalla Banca d'Italia. È quindi legittimo domandarsi se l'idea di una bad bank sussidiata non sia un modo di Bankitalia per incentivare le "pulizie di primavera" tra le banche italiane, per evitare i giudizi severi del supervisore europeo. A rischio non c'è solo la solidità del nostro sistema bancario, ma anche la reputazione degli ispettori Bankitalia, che potrebbero risultare essere stati eccessivamente generosi, soprattutto nei confronti delle banche più politicamente influenti.

La nuova vigilanza bancaria

(Sole 24 Ore - 1 giugno 2014)

I tempi sono cambiati. Le Relazioni del Governatore della Banca d'Italia di un tempo parlavano di macroeconomia, di finanza pubblica, di tutto tranne che di governance delle banche.

La Relazione presentata ieri dal Governatore Visco, invece, è molto diversa. La governance delle banche, a cominciare da quella della Banca d'Italia stessa, gioca giustamente un ruolo centrale. Ampio spazio è anche dedicato a quello che, dall'introduzione dell'euro fino a oggi, è stato il compito principale di Bankitalia: la supervisione bancaria.

La Relazione comincia proprio con una lunga spiegazione della riforma dell'assetto proprietario di Bankitalia, una riforma che, secondo il Governatore, «presenta aspetti tecnici la cui complessità ha distolto l'attenzione pubblica dagli obiettivi conseguiti». Questa riforma «rende più trasparente il processo di distribuzione degli utili; chiarisce, circoscrivendoli, i diritti economici e patrimoniali dei partecipanti». Il governatore ribadisce la sua posizione che la riforma «evita indebiti trasferimenti di ricchezza a vantaggio o a danno dei partecipanti», ma dice chiaramente che alle banche azioniste saranno dati «dividendi inizialmente più alti ma soggetti a un limite massimo fisso». Ovvero si tratta di uno scambio tra più soldi certi oggi per le banche in cambio di meno soldi in un futuro lontano e ipotetico, che forse che non si sarebbe mai realizzato. Quando parlava di un regalo alle banche forse il M5S non aveva poi tutti i torti.

Ma la parte più innovativa delle Considerazioni riguarda la governance delle altre banche. Dopo un riconoscimento di prammatica al ruolo delle fondazioni che hanno contribuito «alla solidità del sistema nella fase più critica» sottoscrivendo agli aumenti di capitale, Visco invita le fondazioni ad approfittare della rinnovata fiducia nel nostro paese «per diversificare ulteriormente la composizione delle loro attività». Se si fosse fermato qui, il messaggio che le fondazioni devono smettere di controllare le banche sarebbe stato solo un riferimento velato. Ma Visco lo ribadisce esplicitamente. «Bisogna operare per rafforzare la separazione tra fondazione e banca - scrive il governatore -, non consentendo il passaggio dai vertici dell'una agli organi dell'altra ed estendendo il divieto di controllo ai casi in cui esso è esercitato di fatto, anche congiuntamente con altri azionisti». Il concetto di controllo di fatto anche congiunto è di difficile definizione. Ma anche gli azzecagarbugli nostrani avrebbero difficoltà a negare che le fondazioni non detengano congiuntamente il controllo di fatto di Banca Intesa, Unicredit e MontePaschi.

Ma il governatore non si ferma qui. Dopo aver riconosciuto l'importanza per le banche di rapporti stretti con il territorio, il Governatore sottolinea giustamente che «un'interpretazione fuorviante di questi rapporti può distorcere l'erogazione del credito, mettendo a rischio la solidità dei bilanci bancari e l'allocazione efficiente delle risorse». Io non sarei riuscito a dirlo in modo più chiaro.

In un'esortazione il Governatore aggiunge: «Operiamo per indurre le banche a rafforzare i presidi aziendali, organizzativi e di governo societario al fine di prevenire degenerazioni nei rapporti di credito con la clientela». Difficile immaginare un monito più esplicito a Bazoli e ai prestiti di Banca Intesa a Zaleski. Se quei prestiti non rappresentano degenerazioni dei rapporti stretti con il territorio, non so quali lo sono. Ma se ci fossero ancora dubbi su chi era l'oggetto delle critiche del Governatore, basta leggere più avanti. «Il legame partecipativo non deve distorcere le scelte di affidamento o ritardare l'emersione delle difficoltà dei debitori», sottolinea il governatore. «I rischi connessi con questi legami, al pari di quelli derivanti dai rapporti con controparti strettamente legate alle banche, devono essere saldamente presidiati dagli organi aziendali». Nelle assemblee di Banca d'Italia non si fanno mai nomi. Ma Visco non poteva essere più esplicito.

Le preoccupazioni del governatore sono sacrosante alla luce dei risultati delle verifiche ispettive di Banca d'Italia. Il 18% delle 340 ispezioni fatte nell'ultimo biennio hanno rivelato «gravi carenze» di governance. Nel 13% delle ispezioni sono emerse «irregolarità di possibile rilievo penale». Data la consueta attenzione con cui in Banca d'Italia si pesano le parole, questi sono macigni che gettano una luce sinistra sul sistema bancario. Nonostante i molti galantuomini ci sono talmente tanti delinquenti che a entrare in banca c'è d'aver paura di essere derubati, non dai rapinatori, ma dai banchieri.

In questa specie di far west bancario, Visco si candida al ruolo di sceriffo. La proposta di recepimento della direttiva europea sui requisiti di capitale concederebbe al governatore il «potere di rimuovere - quando necessario e sulla base di fondate evidenze - gli amministratori di una banca dal loro incarico». Visco richiede che questi poteri gli vengano dati e subito. Data la situazione penso che, pur con le cautele necessarie per evitare abusi, Visco abbia ragione. Speriamo che basti.

Tutela del risparmio e stabilità del sistema finanziario

(Sole 24 Ore - 11 luglio 2014)

Quarant'anni fa, nasceva la Commissione Nazionale per la Società e la Borsa (Consob), su modello dell'americana Securities and Exchange Commission (SEC). Nonostante i seminari celebrativi, c'è ben poco da festeggiare. Quando non è stata irrilevante (frode Parmalat), la Consob è stata dannosa (fusione Fonsai -Unipol). Se alcuni importanti risultati sono stati raggiunti nel sanzionare insider trading e nelle operazioni con parti correlate, il periodo più attivo della Commissione è stato quando era acefala. Oggi, sotto la gestione monocratica di Giuseppe Vegas, la Consob ha toccato i minimi storici. Riusciranno le nuove nomine e l'aumento del numero di commissari a risollevarla?

Difficilmente, perché la Consob nasce con un vizio di fondo: la mancanza di una missione chiara. L'americana SEC era nata per tutelare gli investitori dopo le manipolazioni di Borsa degli anni 20. L'idea, tuttora valida, è che se si vuole estendere l'investimento azionario al di fuori di una ristretta cerchia di ricchi investitori capaci di difendersi da soli, è necessario avere un'autorità governativa finalizzata alla loro protezione. È troppo costoso per un piccolo investitore difendere i propri interessi. Se non difesi, i piccoli investitori rifuggiranno l'investimento azionario, con grave danno per tutti. Non a caso gli italiani alla Borsa preferiscono il mattone.

La legge 216 che istituì la Consob, però, non gli diede una chiara missione. Ci vollero ben 24 anni (ed il testo unico della Finanza) per tentare di esplicitare la missione della Consob. Forse per la lunga attesa, gli obiettivi si moltiplicarono, diventando ben cinque, in parte contraddittori tra loro. A fianco della «tutela degli investitori», c'è anche la «stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario». Per rendersi conto come questi obiettivi possano essere in conflitto basta guardare al recente aumento di capitale lanciato dalla Banca Popolare di Vicenza (BPV). La stabilità del sistema finanziario (che include anche le nostre banche) vorrebbe che questo aumento andasse in porto. Una BPV ricapitalizzata ha maggior chances di superare gli stress test europei, aumentando la stabilità del nostro sistema bancario. Ma la tutela degli investitori vorrebbe una maggior disclosure sul prezzo delle azioni. Non essendo quotata, il valore della BPV è interamente determinato da un perito pagato dalla BPV. Avendo insegnato per 21 anni questo tipo di valutazioni, conosco quanto esse dipendano dalle ipotesi sottostanti. Eppure ai potenziali investitori non è dato di conoscere in dettaglio queste ipotesi, perché la relazione del perito non è inclusa nel prospetto informativo, né è disponibile sul sito della Consob.

Un investitore avveduto non dovrebbe sottoscrivere un titolo senza le opportune informazioni (caveat emptor). Purtroppo, ci sono gli investitori non avveduti (o peggio) mal consigliati. Ma la Consob non sembra preoccuparsi troppo di loro: che mi risulti non ci sono controlli per prevenire il rischio che gli sportelli di una banca vendano azioni proprie ai loro depositanti meno informati a un prezzo determinato in base a ipotesi non note.

Questa mancanza di attenzione, non è colpa dei funzionari Consob, ma dell'ideologia sottostante alla Commissione: alla tutela del risparmiatore antepone l'obiettivo della «stabilità del sistema finanziario». Con buona pace per il parco buoi.

Ma il presidente Vegas ha una visione ancora più ampia del mandato della Consob. Non solo la stabilità dei mercati, ma anche «far sì che ci sia un po' di sviluppo nel paese», come ha dichiarato in una recente intervista alla Stampa. Per questo ha trasformato la Commissione in un secondo ministero dello Sviluppo economico, in cui vengono facilitate fusioni tra campioni nazionali e promosse iniziative di sviluppo (come Più Borsa) con gli stessi organismi che la Consob dovrebbe regolare. La Consob

può sì contribuire in modo importante allo sviluppo del Paese, ma lo può e deve fare perseguendo la sua missione: tutelare gli investitori.

In questo contesto anche le migliori nomine di nuovi Commissari farebbero fatica a cambiare lo status quo. Come suggerisce in un recente articolo Luca Enriques, che la Commissione conosce bene essendone stato commissario per molti anni, per migliorare la Consob - oltre a focalizzare la sua missione - dovrebbe ingoiare un po' della stessa medicina che prescrive al mercato: trasparenza e buona governance.

Innanzitutto trasparenza nel processo decisionale, per sottomettere i commissari alla giusta pressione dell'opinione pubblica. In secondo luogo trasparenza nei contatti con gli emittenti che non dovrebbero avere incontri ufficiosi con i commissari, ma solo incontri ufficiali, propriamente verbalizzati. In terzo luogo, una politica del personale volta a favorire (invece che scoraggiare) l'interscambio di personale con il mercato. Se questo comporta un ovvio rischio di cattura da parte dei vigilati, permette alla Commissione di avere personale qualificato e aggiornato. Ancora più importante, fornisce ai dipendenti un'alternativa, rendendoli più resistenti alle pressioni politiche del presidente. Purtroppo una norma nell'ultimo decreto legge va in direzione contraria. I dipendenti non possono lavorare in entità regolate per ben quattro anni dopo l'uscita dalla Consob, togliendo loro qualsiasi alternativa di lavoro nel nostro Paese. Non da ultimo, la Consob ha bisogno di una gestione meno monarchica dell'istituzione. Oggi i commissari sono tagliati fuori dal flusso informativo durante tutto il processo istruttorio e quindi finiscono per essere alla mercé del presidente.

A 40 anni non è tempo per la Consob di celebrazioni, ma solo di riflessioni. È soprattutto è tempo per il governo di affrontare i problemi della Commissione, non con qualche norma sepolta in un decreto, ma con una riforma organica, affinché i prossimi 40 anni della Consob siano migliori dei primi 40. Il Paese ne ha bisogno.

Stress Test: dalla protezione dei banchieri alla tutela del risparmio

(Sole 24 Ore - 30 ottobre 2014)

Un mio collega ha scritto un importante lavoro sulle carenze nella supervisione bancaria americana. La sua idea innovativa è stata quella di misurare la credibilità dei diversi supervisori paragonando i giudizi che questi supervisori davano alle stesse banche, quando queste passavano da un supervisore all'altro. I supervisori statali risultano sempre più generosi nei loro giudizi rispetto alla Federal Reserve: tanto più generosi, quanto più una banca è importante rispetto all'economia di un singolo Stato. In altri termini, la differenza dei giudizi è una misura relativa di quanto più catturati siano i regolatori locali.

La stessa idea può essere applicata ai Comprehensive Assessment (valutazioni complessive) emesse dalla Banca centrale europea domenica scorsa, meglio noti come «stress test». I Comprehensive Assessment sono divisi in due parti. La prima, chiamata Asset Quality Review, valuta la coerenza tra i valori contabili degli attivi delle principali banche europee. Soltanto la seconda parte riguarda propriamente gli stress test, ovvero le simulazioni sulle possibili perdite che gli istituti di credito subirebbero in scenari più o meno catastrofici.

Negli ultimi giorni le pagine dei giornali sono state piene delle lamentele circa ipotetiche discriminazioni ai nostri danni nelle ipotesi sottostanti a questi scenari. Pur non capendo perché queste obiezioni siano state sollevate soltanto dopo aver visto i risultati, preferisco ignorare questa parte del Comprehensive Assessment, e focalizzarmi sull'Asset Quality Review (AQR).

L'AQR compara i valori iscritti a bilancio a fine 2013 con i valori stimati secondo criteri condivisi a livello europeo. Siccome i valori iscritti a bilancio nel 2013 erano stati controllati dalle locali autorità di vigilanza, la differenza tra i valori contabili e quelli risultanti dall'analisi della Bce può essere usata come indicatore della qualità dei supervisori nazionali.

La Banca centrale greca vince il premio di peggior supervisore. Il capitale di rischio (tier one common equity) di Piraeus Bank scende dal 13,7% al 10% soltanto con l'Asset Quality Review. Questo significa che l'attivo nel suo complesso era sopravvalutato del 3,7%. In media le banche greche hanno un attivo sopravvalutato del 2,9%, contro uno 0,2% di Francia e Germania e uno 0,3% della Spagna.

Estonia, Slovenia e Cipro seguono a ruota la Grecia, con una sopravvalutazione degli attivi tra il 2,4% e l'1,4%. Subito dopo arriva l'Italia con un 1,1%, di sopravvalutazione, quasi sei volte quella della Francia e della Germania.

Il fenomeno non è ugualmente diffuso tra tutte le banche italiane analizzate. A fronte di una Unicredit in cui le attività sono sopravvalutate solo dello 0,2% e di una Banca Intesa con lo 0,3%, abbiamo un Monte Paschi con una sopravvalutazione del 3,2% (simile a quella della peggior banca greca) e una serie di Banche Popolari, con sopravvalutazioni tra l'1,3% e il 2,2%. Si noti che tutte queste banche con gli attivi sopravvalutati hanno raccolto capitale durante il 2014, presentandosi quindi al mercato con valutazioni inflazionate. Se fossi uno dei risparmiatori che hanno sottoscritto questi aumenti di capitale cercherei il modo di far causa a Banca d'Italia per aver chiuso non soltanto un occhio, ma tutti e due, di fronte a queste sopravvalutazioni.

Mi si dirà che non è colpa della Banca centrale, ma della pesante recessione che ha colpito il nostro Paese. Quando l'economia è in crisi, i crediti diventano inesigibili e anche le banche migliori finiscono per accumulare pesanti perdite. Questo è vero, ma qui non si tratta di perdite, ma soltanto di perdite occultate. Perché la Banca d'Italia ha permesso questo occultamento al mercato? Altro che tutela costituzionale del risparmio, in Italia sono costituzionalmente protetti solo i banchieri, specie se politicamente affiliati. Gli stress test europei ci dicono che è ora di cambiare. Di questo siamo loro grati.

Con l'addio al collegio sindacale Intesa avvia un nuovo trend

(Sole 24 Ore - 9 agosto 2015)

Il nuovo modello di governance scelto da Banca Intesa (senza collegio sindacale) sembra una questione esoterica, riservata agli addetti ai lavori o agli appassionati del totopoltrone. Perché interessarsi ai modelli alternativi quando, dodici anni dopo la riforma del codice civile, il 99% delle società per azioni rimane fedele al modello tradizionale, con consiglio di amministrazione e collegio sindacale? Se non bastasse, Banca Intesa non è nuova a questi cambiamenti. All'atto della fusione con il San Paolo adottò per prima il modello duale, modello che oggi è costretta a cambiare.

Il suo preferire il modello monistico potrebbe sembrare più una scappatoia per non ammettere l'errore precedente, che l'inizio di un nuovo trend. Eppure il fatto che la maggior società italiana per capitalizzazione, non certo innamorata della governance anglosassone, scelga proprio il modello anglosassone di governance, un modello che riduce, invece che moltiplicare, il numero di poltrone a disposizione, deve fare riflettere. La globalizzazione dei mercati finanziari spinge verso una convergenza tra modelli di governance. Gli investitori internazionali mal sopportano modelli alternativi, di cui non capiscono i vantaggi e di cui temono i limiti. Un rischio di una pressione alla standardizzazione è che modelli superiori, come i videoregistratori Betamax, vengano eliminati da modelli inferiori, come i videoregistratori VHS, solo grazie alla loro maggiore diffusione. È forse questo il destino del sistema tradizionale di governance italiano, con un consiglio di amministrazione, incaricato della gestione, e un collegio sindacale, incaricato del controllo?

Storicamente l'idea di avere un organo di controllo separato da quello di gestione aveva una sua profonda ragion d'essere. Specialmente in società a controllo familiare dove non esisteva un revisore esterno e dove il pater familias disponeva di un controllo eccessivo. I sindaci, per esempio, non hanno un rapporto fiduciario nei confronti degli azionisti, ma nei confronti della società: devono tutelare il patrimonio sociale anche nell'interesse dei creditori. Almeno in linea di principio, questo dovere fiduciario tutela l'interesse dei creditori, prevenendo che siano espropriati dal padre-padrone di un'impresa sull'orlo dell'insolvenza.

La domanda è se queste funzioni hanno ancora una loro ragione d'essere in società a capitale diffuso (come Banca Intesa), dove esistono revisori esterni e dove gli amministratori devono comunque tener conto dell'interesse dei creditori quando una società è a rischio di insolvenza.

Ma la domanda ancora più rilevante è se il ruolo di controllo e garanzia dei sindaci sia rilevante solo in teoria o anche in pratica. I manuali di diritto italiani sono ricchi di giustificazioni teoriche sul ruolo dei sindaci, ma poveri (privi?) di evidenza empirica. Qual è l'evidenza che il collegio sindacale contribuisca ad una migliore governance delle imprese? I paesi dove è diffuso (Italia, Portogallo, Brasile) non sono certo campioni di corporate governance. Da sola questa evidenza certo non basta a condannare l'istituzione del collegio sindacale. Ma quale è l'evidenza che il collegio serva veramente a prevenire i peggiori abusi? Il collegio della vecchia Parmalat non ha certo prevenuto le frodi di Tanzi, né quello di Fonsai gli sperperi della famiglia Ligresti. Se l'unico costo di avere un collegio sindacale fosse il compenso corrisposto ai suoi membri, varrebbe la pena di averne uno, anche in assenza di evidenza sui suoi benefici. Purtroppo il costo rischia di essere di gran lunga maggiore. Una separazione tra un organo di controllo (che non ha responsabilità di gestione) e un organo di gestione (che non ha responsabilità di controllo) rischia di deresponsabilizzare entrambi: l'organo di gestione perché non ha capacità di controllo e l'organo di controllo perché (non avendo doveri gestionali) si limita a controlli formali. Questo problema è accentuato dalla cultura giuridica italiana

che preferisce la forma alla sostanza: l'Italia è la patria del diritto, ma la tomba della giustizia. Grazie a questa cultura, l'esistenza di un organo di controllo formale, esime il consiglio di amministrazione da ogni responsabilità sostanziale. L'inefficacia del collegio sindacale è sancita dallo stesso legislatore che, quando ha voluto assicurarsi del rispetto di una legge (la 231 del 2001) ha introdotto un altro organo di controllo:

l'Organo di Vigilanza. La moltiplicazione degli organi di controllo ricorda le grida manzoniane: tanto più numerose e feroci tanto più inutili. Ben venga, quindi, questo esperimento. Adottando il modello monistico Banca Intesa prova ad attribuire agli amministratori, specialmente quelli componenti il comitato audit, la responsabilità di supervisionare l'adesione alle regole (quella che gli inglesi chiamano compliance). Nelle banche (ma in maniere crescente in tutte le imprese) la compliance non è più separata dal business, ma parte integrante del modello di business e come tale deve essere responsabilità del consiglio di amministrazione.

L'esperimento di Banca Intesa è anche utile per farci capire se il problema della cattiva governance societaria italiana è solo un problema di regole o non piuttosto un problema della cultura che prevale tra chi sta al vertice.

Schei e amicissima orba la giustissia

(Sole 24 Ore - 9 settembre 2015)

A Vicenza sono arrabbiati. La Banca Popolare di Vicenza (Bpv) nei primi sei mesi del 2015 ha perso più di un miliardo di euro e chiede 1,5 miliardi di aumento di capitale per sopravvivere. Sono arrabbiati gli azionisti che hanno patriotticamente sostenuto la loro banca locale con continui aumenti di capitale.

Le perdite del primo semestre hanno divorato l'aumento di capitale da un miliardo dell'anno scorso, hanno decurtato il valore delle loro azioni del 25%, e ora costringono la banca a lanciare un altro massiccio aumento di capitale. Sono arrabbiati i sindacati della banca, consapevoli dei pesanti tagli che il nuovo piano di rilancio imporrà al numero di dipendenti. Sono arrabbiati anche i debitori della BPV, che avevano comprato azioni della banca con parte dei prestiti ricevuti ed ora devono trovare nuovi fondi per finanziare i loro acquisti, proprio quando queste azioni non risultano facilmente vendibili. La rabbia di costoro si scatena contro la Banca Centrale Europea. C'è chi parla di «veri e propri ricatti da parte dei "commissari" di Francoforte». A rischio non ci sarebbe solo la banca, ma lo stesso modello Nord Est. Ci troviamo di fronte ad un attacco dell'Europa al nostro sistema di banche locali, vitale per sostenere le piccole imprese italiane?

Per attribuire correttamente le responsabilità bisogna comprendere i fatti. La perdita di 1,05 miliardi e la necessità del massiccio aumento di capitale non sono dovuti ad un improvviso peggioramento del business della BPV, né all'introduzione di nuove normative, ma interamente a quattro fatti contabili.

Il primo è la riduzione di 269 milioni (pari al 58%) del valore di avviamento, ovvero al valore di carico a cui la BPV riportava le passate acquisizioni. Questa riduzione nel primo semestre 2015 segue un'altra di 600 milioni fatta al 31 dicembre 2014. Come è possibile che nel giro di 18 mesi, tra l'altro caratterizzati da tassi in discesa e da una timida ripresa, il valore di avviamento della BPV si sia ridotto dell'81.5%? Si tratta della eccessiva rigidità del regolatore di Francoforte o piuttosto di un eccessivo lassismo degli anni passati?

La seconda fonte di perdite (per 119 milioni) è dovuta alla riclassificazione del valore di alcune partecipazioni in fondi Sicav. Al 31/12/2014 il valore di bilancio di tutte le Sicav detenute da BPV era pari a 215 milioni. Come è possibile una perdita del 55% in 6 mesi, durante i quali i mercati azionari sono mediamente saliti? Di nuovo si tratta dell'eccessiva rigidità del regolatore di Francoforte o piuttosto di un eccessivo lassismo degli anni precedenti?

La terza fonte di perdite, pari a 703 milioni, è dovuta ad un aumento dell'indice di copertura dei crediti deteriorati, che passa dal 35,1% del 31 dicembre 2014 al 39,6% del 30 giugno 2015. Difficile pensare che in 6 mesi la solvibilità dei clienti BPV sia peggiorata così tanto anche perché la stessa banca, nella sua relazione semestrale, parla di «primi segnali di miglioramento» nel mercato del credito in Italia. Non è forse il caso che gli accantonamenti precedenti erano troppo esigui?

La necessità di un aumento di capitale superiore alle perdite nasce dalla scoperta degli ispettori della Bce di «correlazioni tra capitale sottoscritto e finanziamenti concessi ad alcuni soci». Se una banca presta i soldi ai soci affinché comprino le azioni della banca stessa, la riserva di capitale della banca risulta inflazionata artificialmente. Ma che la BPV fosse coinvolta in questa partita di giro non è una novità scoperta dai commissari di Francoforte. Gianni Zonin, il presidente della banca, lo aveva dichiarato al Giornale di Vicenza in un'intervista, il 28 dicembre 2013: «Il 40% dei nuovi soci ci ha chiesto un finanziamento per aderire al piano proposto; il 60% invece non ha avuto bisogno di alcun sostegno».

Alla luce di tutti questi fattori, la teoria della cospirazione europea contro la povera Vicenza non sembra reggere. Perché mai la vigilanza della Bce dovrebbe accanirsi

proprio con la BPV e non con banche più temibili sul mercato europeo come UniCredit e Intesa? Tanto più che un anno fa la stessa Banca d'Italia aveva fatto rilievi molto simili a Veneto Banca, rilievi che avevano portato ad una multa di 2,7 milioni all'intero consiglio di amministrazione. Anche grazie a questo intervento più tempestivo, oggi gli aggiustamenti imposti dalla Bce a Veneto Banca sono inferiori. La domanda, quindi, non è perché la Bce sia stata così severa con la BPV, ma perché la Banca d'Italia in passato non lo sia stata.

La responsabilità non è solo di Bankitalia, ma anche di tutte quelle istituzioni preposte a garantire che i bilanci rappresentino un'immagine veritiera della situazione contabile. A cominciare dal consiglio di amministrazione e dal collegio sindacale, che ha nella protezione dell'integrità contabile la sua principale ragione d'essere. Poi c'è la società di revisione, che del bilancio si fa garante, supportata da esperti esterni. Specialmente nelle banche non quotate sono loro che si assumono la responsabilità di determinare il valore delle azioni. Poi c'è la Consob, responsabile della corretta comunicazione al mercato. Nelle frequenti sollecitazioni al pubblico risparmio della BPV, la Consob ha sempre preteso la trasparenza necessaria per tutelare gli investitori? Un anno fa, in occasione dell'ultimo aumento, io sollevavo i miei dubbi a riguardo sul Sole.

I controllori non mancano, né mancano i numerosi controlli formali. Non è mancata neppure la capacità di effettuare questi controlli: molti degli ispettori Bce preposti alle banche italiane vengono da Bankitalia. È mancata la volontà politica. Perché? Forse la risposta s'ha da trovare in un proverbio di quelle zone: «schei e amicissia orba la giustissia».

A Spoleto Banca d'Italia si è comportata come a Vicenza? That's the question.

(europaono.com – 29 ottobre 2015)

“Pezo el tacon del sbrego” così in Veneto commentano l'intervento di Banca d'Italia ad autodifesa del proprio operato nei confronti della Banca Popolare di Vicenza. L'autodifesa è incentrata sull'ovvio fatto che Banca d'Italia non ha “nessun potere diretto sulla determinazione del prezzo delle azioni” e sulla lunga serie di ispezioni effettuate su Banca Popolare di Vicenza (BPV).

Siamo lieti di apprendere che Bankitalia non è stata inattiva. Ma questo invece che tranquillizzarci, ci preoccupa. Se dopo sette ispezioni non si è arrivati ad evitare che i risparmiatori vengano defraudati, o le ispezioni non funzionano o i vertici della banca non hanno preso provvedimenti adeguati alla situazione: tertium non datur.

Le informazioni contenute nelle precisazioni di Bankitalia ci fanno propendere per la seconda ipotesi.

Già nel 2001 le ispezioni avevano rilevato “l'assenza di criteri obiettivi per la determinazione del prezzo.” Poi nel 2007-2008 un'ispezione stabilì che “le modalità di determinazione del prezzo delle azioni, pur coerenti con lo statuto, fossero basate su prassi non codificate e valutazioni non rigorose e fossero prive del parere di esperti indipendenti.” Traducendo il linguaggio paludato di Bankitalia: il prezzo era assurdo. Ciononostante la BPV aumentava il prezzo di riferimento delle sue azioni ogni anno e continuava ad emettere azioni ad un prezzo che Bankitalia stessa definisce “non rigoroso.”

Tutto questo prima della crisi finanziaria. Poi viene la crisi, i valori di borsa delle banche crollano, ma non quelle di BPV, che continuano a salire. Fino a quando – dopo insistenze di Banca d'Italia – nel 2011 viene nominato un esperto indipendente. Da quel giorno la azioni non salgono più (e nel 2015 scendono). Questo significa che se la Banca d'Italia non avesse aspettato 10 anni, avrebbe potuto contenere molto di più la sopravvalutazione delle azioni BPV insistendo su una perizia indipendente. Aveva il potere di farlo, visto che nel 2011 lo ha fatto. Il problema è che ha aspettato 10 anni a farlo!

Ma la vera domanda – cui Banca d'Italia non risponde – è se in condizioni simili il trattamento riservato alla Banca di Spoleto (commissariata e venduta rapidamente) e alla Banca Popolare di Vicenza sia lo stesso. Se così non fosse, Bankitalia non sarebbe sola. Quasi tutti i regolamentatori – tanto in America quanto in Europa – tendono ad avere un occhio di maggior riguardo per le imprese regolate di maggiori dimensioni, con maggior influenza politica. Che questo comportamento sia diffuso, però, non lo rende giusto. Purtroppo, per stabilire se Bankitalia si sia comportata in modo imparziale bisognerebbe analizzare le risultanze delle ispezioni, che sono segrete.

Trattandosi di ispezioni ormai storiche, se Bankitalia non ha nulla da nascondere perché non le rende pubbliche? L'ufficio stampa di Banca d'Italia dichiara su twitter “siamo aperti ai giusti approfondimenti nei luoghi a ciò deputati, senza scorciatoie mediatiche e spettacolari.” Se rendere pubbliche le ispezioni passate viene considerata una “scorciatoia mediatica”, perché non accettare la mia proposta di una commissione composta da tre esperti nominati dal Parlamento?

Grazie all'Europa arriva "Banche pulite"

(L'Espresso - 30 ottobre 2015)

Non passa giorno senza una notizia di nuove incriminazioni di banchieri: dalle Marche a Vicenza da Padova a Milano. Non vengono indagati solo per bancarotta, ma anche per distrazione di fondi, uso della banca a fini personali, perfino favori a personaggi in odore di mafia. Con i tempi che corrono quando un cliente entra in banca teme maggiormente di essere derubato da un banchiere che da un rapinatore. Che sta succedendo?

Non penso che il motivo sia un aumento della criminalità tra i banchieri: ad essere aumentata è solo la frequenza con cui i loro crimini vengono esposti. Di questo dobbiamo ringraziare principalmente la crisi e l'Europa. La crisi, perché negli anni di vacche grasse era facile coprire i misfatti. Oggi, dopo anni di recessione e di crediti insoluti, tutti i nodi vengono al pettine.

A facilitare il processo, però, contribuisce anche l'Europa. Il trasferimento della vigilanza dei nostri maggiori istituti di credito dalla Banca d'Italia alla Banca centrale europea ha fatto emergere miliardi di perdite nascoste, rendendo più difficile per i banchieri coprire i misfatti.

Ma il motivo principale è la nuova regola per gestire le insolvenze bancarie che entrerà in vigore il 1° gennaio 2016. Questa nuova regola impedisce al Governo di aiutare le banche in difficoltà senza prima aver fatto pagare le perdite non solo agli azionisti, ma anche agli obbligazionisti e ai depositi al di sopra di 100 mila euro. Passati sono i tempi in cui la Banca d'Italia poteva evitare perdite ai creditori del Banco Ambrosiano con generosi prestiti. Forzando le perdite sui creditori e i depositanti, la nuova regola europea aumenta enormemente il costo politico di un'insolvenza bancaria. Per paura di incappare in questi problemi in futuro o ispirata dalla Bce, la Banca d'Italia è diventata meno tollerante.

Seda un lato dobbiamo rallegrarci che queste notizie non significhino necessariamente un aumento della criminalità dei colletti bianchi, dall'altro dobbiamo preoccuparci della diffusione geografica e sociale di questi crimini. Appropriazione indebita, abuso di ufficio e corruzione sono reati che generalmente associamo alla pubblica amministrazione e ai politici. Ma in tutti i casi sopra menzionati si tratta di reati che sarebbero stati commessi da non politici, nel settore privato. Anzi da Padova a Spoleto, da Vicenza alle Marche le accuse vedono coinvolto il "fior fiore" dell'imprenditoria locale. Per la stragrande maggioranza i reati sarebbero anche stati commessi al Centro-Nord, non al Sud.

Questo dimostra che la cultura dell'illegalità non è presente solo al Sud e non è diffusa solo tra i politici, coinvolge l'intera Penisola e gran parte della nostra classe dirigente.

Se dobbiamo rallegrarci per questa operazione "banche pulite", dobbiamo preoccuparci che non faccia la stessa fine dell'omologa operazione effettuata quasi 25 anni fa nel settore della pubblica amministrazione. Come scrive giustamente l'ex sostituto procuratore della Repubblica Gherardo Colombo che di Mani Pulite fu un protagonista, «non è attraverso un processo penale che si può risolvere un problema endemico come la corruzione in Italia». È un meccanismo necessario (soprattutto se si risolve in tempi brevi e minimizzando gli inevitabili errori), ma non sufficiente. «La cultura - ci ricorda sempre Colombo - viene prima delle regole» e «se non si cambia la cultura, le regole che non le sono coerenti non vengono rispettate».

Chi comanda davvero in Unicredit? Le indagini rivelano luci e ombre della governance di Unicredit

(Sole 24 Ore – 10 novembre 2015)

L'amministratore delegato di Unicredit Federico Ghizzoni ha espresso ai suoi dipendenti la giusta soddisfazione per la decisione del Tribunale per il Riesame di Firenze che ha escluso anche il "fumus" di reato nei comportamenti di Unicredit. Questa vicenda mette in luce l'uso troppo disinvolto con cui alcuni PM lanciano accuse infamanti. Quest'uso disinvolto non solo danneggia le imprese, ma mina anche la credibilità della magistratura stessa e l'efficacia della sanzione sociale. Se tutti vengono accusati dei reati più infamanti, l'opinione pubblica fatica a distinguere tra i criminali presunti e quelli veri, con l'effetto che questi ultimi possono continuare ad operare indisturbati.

L'unico risvolto positivo di queste inchieste è che gettano un po' di luce su aspetti gestionali, normalmente riservati: un po' come le email di Hilary Clinton. Queste rilevazioni ci permettono di valutare i punti di forza e di debolezza della governance di Unicredit.

Il principale punto di forza che emerge è che Unicredit si è dotata di una procedura di autorizzazione del credito in grado di resistere alle pressioni clientelari. Nonostante ci siano state pressioni per favorire Bulgarella, Unicredit ha deciso di non estendergli il credito, perché ben due comitati interni si sono opposti. Il principio di imparzialità è fondamentale in tutte le burocrazie, ma particolarmente nel settore del credito. Non solo Unicredit ha dimostrato di aver messo in piedi un sistema di valutazione dei crediti imparziale, ma anche di averlo dotato di sufficiente autonomia ed autorità da poter resistere a pressioni che venivano dall'alto. Sogno un'Italia in cui questo sia lo standard di tutte le banche.

Il primo punto di debolezza è che queste pressioni siano esistite. Nulla impedisce a un consigliere, che detiene informazioni particolari su un cliente, di condividere questa informazione con l'ufficio crediti. Ma proprio per rispetto dell'autonomia del sistema di valutazione interna tali informazioni devono essere trasmesse in forma scritta ed incluse nella pratica di credito. In questo modo è il consigliere stesso ad assumersi la responsabilità delle informazioni. Come io mi assumo – di fronte all'ufficio ammissioni – la responsabilità quando scrivo una lettera di presentazione per uno studente che vuole essere ammesso all'università. Diverse invece sono le pressioni clientelari, che non si basano su una maggiore conoscenza dei fatti, ma solo sul desiderio di favorire degli amici, da cui generalmente ci si aspetta di essere ricambiati in futuro. Le intercettazioni sollevano la possibilità che le pressioni in Unicredit siano del secondo tipo e non del primo, un dubbio che Unicredit deve fugare al più presto.

Il secondo punto di debolezza riguarda le comunicazioni tra un consigliere privo di deleghe e alcuni manager. Uno dei principi chiave di "corporate governance" è la non interferenza del consiglio nelle competenze delegate. Anche se il codice civile attribuisce la gestione della società al consiglio di amministrazione nella sua interezza, è buona pratica aziendale delegare la gestione ordinaria ad un amministratore, che prende per l'appunto il nome di amministratore delegato (AD). È molto importante che i consiglieri, sia collettivamente che individualmente, non si intromettano nella gestione delegata all'AD. Primo perché i dipendenti devono sapere da chi prendere ordini e non devono dover mediare tra ordini potenzialmente contraddittori: la presenza di troppi cuochi rovina le pietanze. Secondo perché il ruolo principale di un consigliere di amministrazione non è solo scegliere l'AD, ma anche giudicare fino a quando dare fiducia a quell'AD. Questa decisione non può essere serena se il consigliere oltre al ruolo di consigliere assume

anche quello di gestore. La commistione non favorisce né il senso di responsabilità dell'AD, né la serenità di giudizio del consigliere. Infine, intromettendosi nella gestione attiva, i consiglieri rischiano di formare delle "cordate" di manager a loro fedeli, i quali stabiliscono dei rapporti preferenziali con alcuni consiglieri in cambio di una implicita promessa di sostegno nella carriera futura. Per questo il nostro codice civile stabilisce il principio della parità informativa, ovvero del divieto di scambio di informazioni diretto tra i dirigenti e consiglieri singoli, al di fuori delle riunioni formali di consiglio e comitati. Questo principio è rispettato in Unicredit? Le intercettazioni rappresentano l'eccezione che conferma la regola, o sono invece indicative di una prassi aziendale diffusa? A suo tempo Geronzi sosteneva di non aver bisogno di deleghe, a lui bastava il telefono.

Il terzo punto di debolezza riguarda il possibile ruolo giocato in Unicredit da Roberto Mercuri, factotum del vicepresidente (senza deleghe) Fabrizio Palenzona. L'informazione apparsa sui giornali è contraddittoria. C'è chi dice che Mercuri avesse un ufficio al piano direzionale di Unicredit. Le intercettazioni smentiscono quest'ipotesi, visto che i centralinisti di Unicredit non sono in grado di connettere Bulgarella con Mercuri, quando Bulgarella gli telefona in Unicredit. Ma il fatto stesso che Bulgarella cerchi Mercuri al centralino di Unicredit dà l'impressione che Mercuri sia di casa alla sede della banca milanese. Unicredit ha smentito che Mercuri abbia partecipato alle riunioni del comitato crediti, ma resta da chiarire se abbiamo partecipato ad altre riunioni.

Il tribunale di Firenze ha fugato il dubbio, tanto inquietante quanto assurdo, che in Unicredit agisse un'associazione a delinquere legata alla Mafia. Non ha potuto e non potrà mai fugare (non è il suo compito) il dubbio su come funziona la governance del consiglio di Unicredit. Ciò è compito e responsabilità del suo Presidente. Come giustamente ricorda Ghizzoni, il rispetto delle regole (non solo penali, ma anche di buona gestione) è fondamentale per salvaguardare un bene importante come la reputazione di una banca. Nella sua lettera ai dipendenti l'amministratore delegato di Unicredit esprime soddisfazione per l'esito dell'indagine interna che conferma che «i nostri colleghi hanno rispettato le regole». Come abbiamo già detto: questo è importante nella qualità dei crediti erogati da Unicredit. Sarebbe bello applicare le stesse conclusioni a tutti i consiglieri. In queste situazioni la best practice prevede che siano i consiglieri indipendenti ad affidare a una società esterna il compito di fare l'indagine. Ci auguriamo che il Consiglio di Unicredit agisca rapidamente, innanzitutto per il bene di Unicredit: l'autorità dell'amministratore delegato non deve essere minata dalle interferenze dei consiglieri. Ma ancora di più per la reputazione dell'Italia. Se non viene fatta chiarezza si muoverà il dal consiglio, alla fine si muoverà la Banca Centrale Europea, che di Unicredit ha la vigilanza. Aspettare l'intervento di Francoforte, però, sarebbe un ulteriore scacco alla credibilità delle istituzioni bancarie italiane. Speriamo sia evitato. Soprattutto in quelle che funzionano.

Una lezione israeliana sulla stabilità delle banche

(europaono.com – 16 novembre 2015)

C'era una volta in Israele un vicepresidente di una banca che si chiamava Danny Dankner. La sua famiglia aveva una partecipazione di controllo nella Banca Hapolaim. A dispetto del ruolo di vicepresidente, egli non faceva parte del management della banca. Tuttavia, aveva un ufficio allo stesso piano, proprio a fianco a quello del CEO della banca. I clienti sapevano che per avere dei prestiti era meglio essere nelle grazie dei Dankner.

Nel 2004 un regolatore coraggioso costrinse Danny Dankner a lasciare il suo ufficio accanto a quello del CEO della banca. Pensava che quell'ufficio destabilizzasse la struttura di potere interna alla banca e che quella destabilizzazione mettesse a rischio la stabilità della banca stessa.

È interessante notare che diversi anni dopo Danny Dankner fu condannato a un anno di prigione e a una multa di un milione di shekel (\$ 285.000), dopo aver patteggiato una condanna per frode, violazione degli obblighi fiduciari societari, comportamento scorretto e sconsiderato nella gestione della banca.

Ai lettori italiani la prima parte di questa storia sembrerà familiare. Unica differenza: nessun regolatore coraggioso, almeno non in Italia.

2 Come restituire fiducia nelle banche

Perché si è dimesso il sindaco di Unicredit?

(europaono.com – 26 novembre 2015)

Dimissioni motivate (cioè dimissioni non per motivi personali) dai board sono rare e generalmente sono il segno dell'esistenza di un problema. Dimissioni motivate da un collegio sindacale sono ancora più rare e problematiche. Una persona può dare le dimissioni da un consiglio anche per disaccordo con il resto del consiglio di amministrazione sulla visione strategica o sulla scelta del CEO. Ma questo non può essere il caso di un membro del collegio sindacale.

I membri del consiglio sindacale non sono responsabili per la strategia o per la scelta dell'Amministratore Delegato. Essi sono responsabili solo che la società agisca secondo le regole (contabili, legali, ecc). In Italia, molti pensano che si tratti di una manovra politica contro l'AD, forse diretta da chi ha nominato il sindaco. Ma un sindaco non ha alcun ruolo nella nomina (e nella eventuale revoca) dell'amministratore delegato.

Così, per un membro del collegio sindacale non vi è alcun motivo di dare dimissioni motivate a meno che non pensi che la società non stia seguendo le regole. Certamente questo è stato il caso di Parmalat, dove un membro del collegio sindacale si dimise nel 2003. All'epoca nessuno prestò attenzione alla cosa e abbiamo poi visto quello che è successo. Cosa dovremmo pensare di Unicredit, ora che il membro del consiglio sindacale Giovanni Battista Alberti si è dimesso? Ritengo che la Consob, che sicuramente ha ascoltato Alberti, debba rassicurare il mercato sul fatto che non ci siano problemi in Unicredit oppure intervenire prontamente se ha individuato dei problemi. Tertium non datur.

Banche e salvataggi – Far pagare tanti soldi a tutti: amministratori, revisori, sindaci, dirigenti e controllori

(Intervista a "Il Fatto Quotidiano", a cura di Paolo Fior – 28 novembre 2015)

L'economista della University of Chicago Booth School of Business commenta a ilfattoquotidiano.it la versione italiana del nuovo bail-in: "Finché a pagare è il contribuente, non ci sono incentivi per far causa alle attività di vigilanza. Con il nuovo meccanismo ci saranno più incentivi a promuovere delle class action anche nei confronti di Banca d'Italia e Consob"

Cresce la preoccupazione in vista dell'introduzione del bail-in anche in virtù del recente salvataggio di Banca delle Marche, Popolare Etruria, CariFerrara e CariChieti che ha determinato il completo azzeramento del capitale degli azionisti e dei possessori di obbligazioni subordinate. Oltre 1,2 miliardi di euro andati in fumo e migliaia di correntisti furibondi perché i loro risparmi sono stati cancellati da un giorno con l'altro con un semplice tratto di penna. Con l'introduzione del bail-in ai risparmiatori non verranno date più tutele, anzi: le raccomandazioni sulla trasparenza delle procedure e sulle garanzie di equo trattamento non sono state recepite dall'Italia. Come conseguenza, cresce la sfiducia nei confronti delle banche e aumenta il rischio di una corsa agli sportelli, mentre i costi della raccolta per le banche minori potrebbero salire vertiginosamente. Per capire quali problemi solleva il nuovo meccanismo di risoluzione delle crisi bancarie e quali correttivi sarebbe opportuno introdurre abbiamo interpellato Luigi Zingales, Robert C. McCormack professor of Entrepreneurship and Finance alla University of Chicago Booth School of Business.

Professore, con il bail-in si vuole evitare che a pagare le crisi bancarie siano i contribuenti, ma i problemi che si aprono rischiano di essere ben maggiori...

L'idea di non trasferire sulla collettività i costi dei salvataggi è sacrosanta. Con il bail-in si trasferisce il rischio delle insolvenze agli investitori e ai correntisti e si incentiva dunque il regolatore a essere severo: basta guardare l'attivismo della Banca d'Italia in questi ultimi sei mesi, su spinta anche della Bce. Sotto questo profilo si potrebbe quindi dire che a livello complessivo il rischio non solo si trasferisce, ma tende anche a ridursi grazie alla maggior efficienza del sistema. Tuttavia c'è anche un altro aspetto, ed è l'aumento del rischio sistemico di corse agli sportelli quando i soldi dei depositanti sono a rischio. Negli Stati Uniti dopo la crisi di Lehman Brothers si è verificata una corsa agli sportelli nel settore del mercato monetario, fermata solo da una garanzia statale.

A suo giudizio l'effetto netto che si avrà con l'introduzione del bail-in tenderà a essere più positivo o negativo?

Difficile a dirsi. Il problema sistemico si risolve con l'intervento della banca centrale che in caso di crisi di liquidità deve garantire interventi massicci a sostegno delle banche. E questo dovrebbe essere pacifico in caso di crisi generale. Ma in una crisi su base regionale, localizzata ad esempio in Italia, la Bce interverrebbe in modo deciso? La scorsa estate con la crisi di liquidità in Grecia abbiamo assistito a interventi a singhiozzo. Dunque, questa sicurezza manca.

Una fonte di preoccupazione è che il meccanismo del bail-in possa determinare una spinta al consolidamento del settore bancario, facendo sparire le realtà più vicine al territorio e alle piccole imprese, aggravando in questo modo il problema del finanziamento delle attività produttive...

È vero che le banche popolari e cooperative hanno una funzione importante per le piccole imprese e per il territorio, ma è anche vero che si sono spesso creati circoli viziosi che non promuovono innovazione e imprenditorialità. I finanziamenti vanno sempre alle stesse imprese e la difesa del territorio, che in sé sarebbe giusta, viene sempre più spesso utilizzata per proteggere interessi corporativi, politici e talvolta anche per coprire i manigoldi. Un consolidamento del settore sarà probabilmente inevitabile, ma occorre una politica antitrust seria, volta a ridurre i rischi per il credito derivanti da eccessive concentrazioni e molta, molta prudenza nel promuovere le fusioni bancarie. Le fusioni piacciono molto alle banche centrali, ma non sempre sono positive.

Con il bail-in però i risparmiatori si ritrovano in portafoglio titoli che hanno improvvisamente assunto un altro livello di rischio. Non sarebbe stato meglio prevedere un maggiore gradualismo?

Il gradualismo comporta grossi problemi e distorsioni per il mercato. Applicare il bail-in ai soli titoli emessi a partire da gennaio 2016 avrebbe comportato una concentrazione delle emissioni in quest'ultima parte dell'anno, creando non solo distorsioni ma anche problemi di equità tra possessori di identiche categorie di titoli. Un'obbligazione bancaria emessa negli anni scorsi aveva ed ha lo stesso profilo di rischio dell'obbligazione bancaria che rientra nel meccanismo del bail-in, nel senso che non era e non è un'obbligazione garantita. Questi strumenti sono stati invece collocati come "sicuri", come se avessero una garanzia implicita, e il rischio non è stato prezzato. Il problema qui è quello di chi li ha collocati in quel modo e, soprattutto, di chi glielo ha fatto fare impunemente. Mi riferisco ovviamente alle autorità di vigilanza.

Una crisi bancaria che si trascina per anni fino ad arrivare alle estreme conseguenze è in realtà un fallimento dell'attività di vigilanza. Perché è così difficile chiedere risarcimenti alle autorità di vigilanza quando sbagliano?

L'attività di vigilanza ha dimostrato molte carenze, basti vedere i nodi che sono venuti al pettine quando la vigilanza delle maggiori banche è stata trasferita alla Bce. Finché a pagare è il contribuente, non ci sono incentivi per far causa alle attività di vigilanza. Con il nuovo meccanismo di bail-in ci saranno, molto più che in passato, gli incentivi a promuovere delle class action anche nei confronti della Banca d'Italia e della Consob. E questa possibilità costringerà le autorità a essere più severe e più attente.

Ancora una volta però i risparmiatori si ritrovano a pagare, mentre chi ha violato le regole e commesso reati resta impunito. Non sarebbe il caso di aumentare le sanzioni per i reati finanziari e accorciare anche i tempi della giustizia

Sono d'accordo, soprattutto sul fatto di inasprire sanzioni e risarcimenti più che le pene. Far pagare tanti soldi, soldi veri, a tutti: amministratori, revisori, sindaci, dirigenti, controllori. Solo così si può migliorare il sistema e mantenere la fiducia dei risparmiatori. Sono convinto che se c'è la volontà politica si può fare in tempi brevi.

Banche, non la carità ma il diritto

(Sole 24 Ore - 13 dicembre 2015)

Una crisi è un'opportunità da non sprecare. Questo vale anche per il recente crack di tre casse di risparmio e una banca popolare. Anche se per chi ha perso tutto è una tragedia, nel contesto del mondo bancario si tratta di una piccola crisi, che può essere estremamente utile per evitarne di maggiori in futuro. Affinché questo avvenga, però, è necessario evitare reazioni emotive e pensare a come le decisioni che oggi prende il governo avranno impatto sugli incentivi dei risparmiatori, dei banchieri, e dei regolatori in futuro.

Nel caso dei risparmiatori è pericoloso sia il buonismo (sono tutti vittime) che un'applicazione troppo rigida del caveat emptor (il compratore deve stare attento). Il buonismo autorizzerebbe tutti i risparmiatori a rimanere ignoranti, piantando i semi della prossima crisi. Un'applicazione troppo rigida del caveat emptor, però, non solo creerebbe il rischio di una crisi futura, ma la farebbe esplodere immediatamente. Se il risparmiatore, che deposita i propri risparmi in banca o si affida al funzionario bancario per investirli in titoli sicuri, deve esercitare cautela, avremo in poco tempo una corsa agli sportelli: quale risparmiatore è in grado di valutare l'attuale solvibilità delle banche italiane? Proprio per evitare questo costo, la nuova legge sul bail-in stabilisce che tutti i depositi fino a 100mila euro siano assicurati anche con fondi europei. Il risparmiatore può rimanere ignorante, basta che divida i suoi depositi tra banche diverse, rimanendo in tutte al di sotto della fatidica soglia.

Un discorso leggermente diverso vale per gli investimenti in obbligazioni. Non è pensabile che un piccolo risparmiatore si legga 60 pagine di prospetto, per di più scritte in legalese, ma non è neppure pensabile garantire tutti. Se si vuole che costoro continuino ad investire in obbligazioni bancarie è necessario rendere più facile distinguere tra quelle più o meno rischiose (ben consapevoli che nessuna è priva di rischio). In questo senso vanno le proposte del Manifesto del Sole. Ma nulla contano le regole, se non vengono fatte rispettare. Per questo è necessaria un'azione risarcitoria aggressiva nei confronti di tutti i possibili controllori: dagli amministratori ai sindaci, da Consob a Bankitalia.

Questa azione non deve essere effettuata per compiacere il desiderio di rivincita dei risparmiatori inviperiti, ma per creare i comportamenti virtuosi in futuro e assicurare i risparmiatori che abusi futuri non saranno tollerati. La lista dei possibili responsabili è lunga. Innanzitutto bisogna accertare i responsabili della vendita di prodotti rischiosi a risparmiatori inconsapevoli. La colpa non è solo di qualche funzionario furbo. Se si incentivano i dipendenti a piazzare questi prodotti presso la clientela, bisogna per lo meno assicurarsi di avere un sistema di compliance a prova di bomba, per evitare gli inevitabili abusi provocati da quegli incentivi.

Se questo sistema non c'era, la colpa non è solo del capo filiale, ma del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale. La colpa è anche di chi ha il dovere di vigilare la governance delle banche, ovvero Bankitalia. Il sistema di incentivi e quello di compliance sono il cardine della governance interna di una banca. Bankitalia ha controllato e approvato entrambi? Last but not least, c'è la Consob, responsabile dell'applicazione della Mifid. Quanti controlli ha fatto la Consob negli ultimi tre anni sull'applicazione della Mifid agli sportelli bancari? Ci farebbe piacere saperlo.

Poi esistono le responsabilità riguardanti la gestione delle banche coinvolte. È vero, come scrivono alcuni giornali, che in Banca Etruria ci fossero molti prestiti ai consiglieri di amministrazione e parti correlate? Se così fosse, sono state seguite le norme di legge? I collegi sindacali, la Consob e la Banca d'Italia si sono preoccupati di controllare che queste norme fossero seguite? Queste responsabilità civili devono essere accertate, per assicurarsi che in futuro ci sia la massima attenzione su questi temi in tutte le banche. Infine esistono le responsabilità riguardanti la comunicazione

al mercato. I bilanci fornivano una ricostruzione adeguata della situazione? Se così non fosse, ci sarebbe una responsabilità non solo dei consiglieri di amministrazione e dei sindaci, ma anche dei revisori esterni. Per finire, nelle sue ispezioni delle quattro banche coinvolte la Banca d'Italia aveva individuato delle rilevanti carenze. Queste carenze erano adeguatamente riflesse nei prospetti informativi? Giustamente si dice che come il paziente deve leggere il bugiardino dei medicinali, così deve fare il risparmiatore. Ma se il bugiardino mente sulla composizione è colpa del paziente o della ditta farmaceutica e delle autorità sanitarie che questa ditta farmaceutica avrebbero dovuto controllare? Se il risparmiatore non può più fidarsi del prospetto, il nostro sistema bancario non è più in grado di finanziarsi sul mercato.

Questa azione risarcitoria non ha solo la funzione di produrre gli incentivi giusti per il futuro, ha anche la possibilità di fornire un parziale recupero a chi è stato truffato (chi non lo è stato, non merita alcun indennizzo). Dopo la colossale truffa di Madoff, il governo americano non ha indennizzato le vittime, ma ha nominato un avvocato famoso per la sua aggressività, Irving Picard, per recuperare la maggior quantità di denaro possibile da chi avrebbe dovuto controllare e non l'aveva fatto. Picard ha fatto causa a tutti i responsabili, senza guardare in faccia a nessuno. Il risultato è che le vittime hanno recuperato oggi il 60% delle perdite. Lo stesso dovrebbe fare il governo italiano, invece di usare il fondo di garanzia interbancario. Affinché questa azione abbia qualche possibilità di successo, però, il governo non deve nominare un avvocato amico degli amici. Ci vuole qualcuno che venga da fuori e non guardi in faccia a nessuno. Non solo aiuterà le vittime, aiuterà anche il sistema finanziario italiano a funzionare meglio.

Quattro Riforme per Rimettere in Pista il Sistema Bancario Italiano

(tre articoli scritti insieme a Luigi Guiso)

L'Italia chieda la moratoria sul bail-in

(scritto insieme a Luigi Guiso - Sole 24 Ore - 30 dicembre 2015)

Dal primo gennaio entreranno in vigore in tutta Europa le regole del cosiddetto bail-in. Queste regole, che in caso di fallimento di una banca impongono delle perdite anche agli obbligazionisti ordinari, sono salutari quando, come nel caso degli altri Stati europei, le obbligazioni bancarie sono detenute da investitori istituzionali ben diversificati. Ma sono devastanti quando queste obbligazioni sono detenute dai piccoli risparmiatori al posto dei depositi, come è il caso dell'Italia.

Nell'approvazione a tempo di record della normativa europea non si è tenuto conto di questa diversità italiana e questo errore rischia di affossare la nostra debole ripresa.

La differenza tra il fallimento delle quattro banche popolari avvenuto a novembre ed eventuali fallimenti futuri è che ad essere coinvolti non saranno solo gli obbligazionisti subordinati, ma anche i detentori di obbligazioni ordinarie: una platea che in Italia è molto più rilevante, sia per numero di persone coinvolte che per importanza tra le fonti di finanziamento delle banche. In Italia, le obbligazioni bancarie sono presenti nei portafogli delle famiglie con frequenza tripla di quella dei CCT, dei fondi comuni, e delle stesse obbligazioni corporate. Dopo i depositi sono lo strumento di risparmio più diffuso in Italia, al pari dei Bot.

Non solo i futuri bail-in toccheranno molte più persone, andranno ad incidere su una quota molto più importante della raccolta bancaria. Ad esempio, per una banca come Intesa-SanPaolo, al 30 settembre scorso i subordinati rappresentavano solo il 3,8% della raccolta diretta, contro il 24,9% delle obbligazioni ordinarie.

Intesa-SanPaolo non è un'eccezione: sono molte le banche per cui le obbligazioni ordinarie rappresentano più del 30% della raccolta, soprattutto tra le banche piccole. È questa una conseguenza del modo in cui le banche italiane si finanziano da ben prima del bail-in: raccogliendo risparmio attraverso la vendita di obbligazioni direttamente alla clientela, anziché collocarle presso investitori istituzionali come avviene negli altri paesi europei. Anche quando le obbligazioni bancarie sono emesse sul mercato, spesso la maggior parte dei titoli vengono collocati presso la propria clientela: durante la crisi fino all'80% delle emissioni. Negli altri paesi, le obbligazioni bancarie vengono collocate perlopiù presso assicurazioni, fondi comuni e fondi pensione, molto poco sviluppati in Italia.

Il fallimento delle quattro banche ha reso palpabile a tutti i risparmiatori che le obbligazioni bancarie non sono più uno strumento assimilabile ai depositi come pensavano (o gli avevano fatto intendere) fino a un mese fa. Ma questo cambio di opinioni, sebbene serva per cogliere meglio la realtà, è causa di preoccupanti conseguenze. La percezione del rischio su questi strumenti ne accresce il rendimento. Questo effetto deve giustamente verificarsi. Ma la paura che oggi pervade i risparmiatori e la sfiducia nei confronti delle banche in generale, non solo di quelle fallite, stanno esasperando l'innalzamento dei tassi. Questo effetto è maggiore per quelle banche che sono più simili a quelle fallite ma è presente anche nelle altre. La naturale conseguenza è che le banche dovranno adottare politiche di erogazione dei prestiti più conservative e accrescerne il costo. È una pessima notizia per un'economia prostrata da anni di recessione, difficoltà di finanziamento e banche con bilanci appesantiti da sofferenze.

Questo quadro potrebbe notevolmente aggravarsi se nei mesi a venire dovesse rendersi necessario risolvere con le nuove regole anche solo la crisi di una banca. Sicuramente il

governo e la Banca d'Italia faranno di tutto per evitare questa possibilità. Grazie alla forza della loro pressione morale, riusciranno a convincere altre banche a salvare gli istituti a rischio. Ma queste iniziative avrebbero l'effetto collaterale di utilizzare i bilanci delle banche buone per salvare quelle cattive, invece che fare prestiti all'economia. Non è certo quello di cui l'Italia ha bisogno oggi.

È necessario che il governo faccia presente a Bruxelles la diversità della situazione italiana. L'anomalia va sanata, ma non può esserlo nel giro di un mese e non può essere sanata a costo di paralizzare l'economia italiana. Occorrerebbe una norma transitoria che in cambio dell'obbligo di non collocare le obbligazioni di una banca presso la clientela della banca stessa esentasse l'Italia dal bail-in per un periodo temporaneo (12-18 mesi). Il governo dovrebbe negoziare questa transizione con le autorità di Bruxelles, oggi ancora più insistentemente di quanto fatto senza successo durante il disegno delle regole del bail-in. Non si tratta di ribellarsi alle regole europee ma di pretenderne una realistica implementazione, che tenga conto delle diversità italiane. Il portafoglio delle famiglie italiane non può essere riallocato in due mesi senza creare una grande tensione sui mercati. I nostri rappresentanti a Bruxelles non hanno fatto presente questo problema con la dovuta forza, né è stato capito dai politici che hanno acriticamente votato a favore del bail-in sia al Parlamento europeo sia in quello italiano.

È sicuramente nell'interesse dell'Italia, ma è anche nell'interesse dell'Europa, contenere non solo il rischio che possa nascere un altro focolaio di crisi bancaria, ma anche una contrazione del credito in Italia. Una sospensione temporanea metterebbe al riparo i risparmiatori dal rischio immediato di subire il costo del bail-in e darebbe loro un po' di tempo per rivedere gli investimenti. Nel frattempo il governo avrebbe anche il tempo per rivedere le regole per la protezione dei risparmiatori, per assicurarsi che quanto accaduto non possa accadere più, anche dopo la fine della sospensione temporanea. In un prossimo articolo ci occuperemo di come questo possa essere fatto.

Lettera inviata al Sole 24 Ore da Intesa Sanpaolo – Rapporti con i media

Gentile Direttore,

con riferimento all'articolo pubblicato sul Il Sole 24 Ore del 30 dicembre con il titolo "L'Italia chiedi la moratoria sui bail in" a firma Luigi Guiso e Luigi Zingales si fa notare che le obbligazioni Intesa Sanpaolo presenti nei depositi amministrati della propria clientela della Banca dei Territori è inferiore al 5% della raccolta totale diretta.

Si aggiunge inoltre che la quota delle obbligazioni Intesa Sanpaolo posseduta dalla nostra clientela retail in Italia rispetto al totale delle attività finanziarie della clientela è pari al 2,1%.

Risposta di Luigi Guiso e Luigi Zingales

Ringraziamo Intesa Sanpaolo per la precisazione. Premesso che non contraddice nulla di quanto da noi scritto, sottolineiamo tre aspetti. 1) Siamo contenti che Intesa Sanpaolo cominci una tradizione di disclosure, che auspichiamo diventi la norma per tutti. Ci auguriamo anche che Intesa Sanpaolo faccia una disclosure retrospettiva per dimostrare quanto diversa è dalle altre banche che – come abbiamo scritto – durante la crisi hanno collocato fino all'80% delle loro obbligazioni presso la loro clientela. 2) Lodiamo Intesa Sanpaolo per aver applicato nei fatti la separazione tra consulenti finanziari e attività collocate che noi chiediamo per legge. Visto il suo comportamento virtuoso, ci auguriamo che Intesa Sanpaolo si faccia promotore di questa regola per tutti. 3) Al fine di identificare il rischio imposto ai clienti non è sufficiente dire che "la quota delle obbligazioni Intesa Sanpaolo posseduta dalla nostra clientela retail in Italia rispetto al totale delle attività finanziarie della clientela è pari al 2,1%." Quello che conta è quanti clienti di Intesa Sanpaolo hanno un portafoglio eccessivamente concentrato in titoli Intesa Sanpaolo. Siamo sicuri che in Intesa Sanpaolo anche questo numero sarà molto basso. Ma ci piacerebbe che fosse obbligatorio rivelarlo per tutte le banche: premierebbe una competizione virtuosa.

PS. Per errore nell'articolo abbiamo indicato come banche popolari le quattro banche fallite. Si tratta in realtà di una popolare e tre Spa partecipate da fondazioni bancarie.

Perché è necessaria un'agenzia a difesa dei risparmiatori

(scritto insieme a Luigi Guiso - Sole 24 Ore - 3 gennaio 2016)

Il fallimento di quattro piccole banche locali è un fenomeno circoscritto, ma rischia di avere ripercussioni più vaste se contribuisce ad aumentare la sfiducia dei risparmiatori. Quando la sfiducia prevale si rischia di fare di ogni erba un fascio, non distinguendo tra le molte banche solide e poche pericolanti. Nel frattempo la sfiducia rischia di aumentare. Per evitare che questo succeda bisogna garantire al risparmiatore che si affaccia allo sportello trasparenza e comprensibilità – come ha ricordato sul Sole Roberto Napoletano. Come possiamo consentire ai risparmiatori italiani di mantenere la fiducia nel nostro sistema di risparmio?

Il primo passo è riconoscere la ragione della sfiducia. La sfiducia è la risposta agli inganni finanziari direttamente sperimentati o osservati tramite i media. Ma rischia di essere accresciuta dalla consapevolezza che in Italia nessuna autorità è preposta specificamente alla protezione del risparmiatore.

Non lo è Consob che accanto alla «tutela degli investitori», annovera la «stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario». Ancor meno lo è Banca d'Italia che ha come mandato principale la stabilità del sistema bancario.

Questo non vuol dire che a queste due istituzioni, in particolare alla Consob, non siano stati assegnati vari compiti a difesa dei risparmiatori. Ma significa che entrambe non hanno la difesa dei risparmiatori nel loro Dna. Sarebbe sciocco pensare di poter risolvere questo problema semplicemente rimpiazzando i vertici dei due istituti. È la cultura di entrambe queste istituzioni che andrebbe cambiata. Ma non è possibile cambiarla senza cambiare la loro missione fondamentale e questo sarebbe pericoloso. Il buon funzionamento dei mercati finanziari e la stabilità del sistema bancario sono obiettivi essenziali, che non possono essere eliminati e vanno anzi rafforzati. Ergo la necessità di una nuova istituzione unicamente dedicata alla difesa dei risparmiatori.

È la conclusione cui sono arrivati gli Stati Uniti dopo la crisi del 2008, quando dovettero affrontare un simile crollo di fiducia. Crearono un'autorità per la Protezione finanziaria dei consumatori (Consumer financial protection bureau, Cfpb), la cui funzione è di «rendere le regole più efficaci, farle rispettare in modo coerente ed equo, e di ... mettere i consumatori nelle condizioni di prendere un maggiore controllo sulla loro vita economica».

A tal fine il Cfpb fa sì che «i prezzi siano esibiti in modo cristallino, che i rischi siano ben visibili e che niente sia sepolto nelle postille di moduli e prospetti cosicché nessun venditore di prodotti finanziari possa usare pratiche abusive, scorrette o ingannevoli». In altre parole, è l'autorità che introduce le regole di trasparenza richieste dal manifesto del Sole. Avessimo un Cfpb non staremmo oggi a discutere di chiarezza dei prospetti, come reclamato da Renzi nel discorso di fine anno. L'obiettivo della semplicità e della comprensibilità di quanto comunicato al risparmiatore è nel Dna di questa istituzione.

Avere un singolo obiettivo rende un'istituzione più efficace e più politicamente responsabile. Più efficace perché è più facile gestire un'organizzazione quando c'è un singolo e ben identificato obiettivo. Più politicamente responsabile perché è immediata l'identificazione della responsabilità rendendo impossibile lo scaricabarile tra istituzioni cui si assiste quando le funzioni sono condivise o sovrapposte.

Un singolo obiettivo assegnato a un'istituzione specializzata rende anche più difficile alle banche distorcere le regole a loro vantaggio. Per esempio, nel 2010 la Consob eliminò l'obbligo di riportare nei prospetti delle emissioni obbligazionarie le probabilità dei vari scenari, che allertano i risparmiatori del rischio specifico di ogni strumento. Questa decisione fu giustificata con l'esigenza di favorire il ricorso delle banche al mercato. Il potenziale rischio di abusi fu ignorato perché non essendoci nessuna istituzione che

avesse il compito di ergersi a protezione dei risparmiatori era più facile cedere alla pressione delle banche. Ci fosse stato un Cfpb questa decisione sarebbe stata molto più controversa. Avrebbe attirato l'attenzione del dibattito politico e avrebbe costretto chi prendeva questa decisione ad assumersene anche la responsabilità politica (e non scaricarla sull'Unione europea).

Il testo della nostra Costituzione enuncia che la Repubblica tutela il risparmio. Una parte essenziale è la protezione di chi lo produce da abusi di chi lo gestisce. Oltre a realizzare il dettato costituzionale, la creazione di un'autorevole Cfpb italiana sarebbe un segnale forte che i risparmiatori, così protetti, possono ripristinare la loro fiducia nel sistema.

Investitori istituzionali, perché in Italia mancano

(scritto insieme a Luigi Guiso - Sole 24 Ore - 8 gennaio 2016)

Le crisi bancarie avvengono (per fortuna) raramente ma contengono importanti informazioni su come migliorare il funzionamento dei mercati finanziari. Proprio perché rare, le loro lezioni non andrebbero sprecate. Dall'esperienza della risoluzione con regole nuove di quattro piccoli istituti abbiamo tratto due conclusioni.

La prima è la necessità di una fase di transizione alle nuove regole del bail-in, da negoziare con Bruxelles, per consentire alle banche di rivedere la struttura della raccolta e alle famiglie di modificare i loro portafogli per meglio adattarli ai nuovi rischi. La seconda lezione è l'utilità di creare una authority ad hoc con il mandato unico di curarsi della protezione del risparmiatore, sul modello del Consumer Financial Protection Bureau, facendo confluire in essa competenze oggi distribuite tra Consob, Banca d'Italia ed Antitrust. Avremmo così un sistema articolato di supervisione e controllo in cui ciascuna authority ha compiti molto meglio definiti.

Pur importanti, questi passi non sono sufficienti. Se le banche italiane ricorrono al collocamento diretto di obbligazioni presso la clientela più che in altri paesi è anche perché non esistono investitori istituzionali nazionali in grado di assorbire le emissioni e molte banche non hanno la dimensione sufficiente per accedere al mercato degli investitori istituzionali esteri. L'assenza di investitori istituzionali riflette a sua volta il mancato sviluppo dei fondi pensione. È ora di porvi mano. Da tempo sono stati individuati gli ostacoli: primo, i lavoratori sono riluttanti ad iscriversi perché poco informati sulla loro gestione, per questo ne diffidano nonostante i vantaggi fiscali che offrono. Secondo, ne esistono troppi e troppo piccoli: una gestione efficiente richiede che avvenga un forte processo di consolidamento, così che possa aumentare la capacità di assorbire capitale di rischio, incluse le obbligazioni subordinate delle banche. Si dia mandato alla Covip di coordinare il consolidamento e di condurre avvalendosi dell'Inps una massiccia campagna di informazione.

Uno dei principali ostacoli alla diffusione dei fondi comuni nel nostro Paese è il controllo delle reti di distribuzione da parte delle banche stesse. Durante la crisi finanziaria, molte banche hanno spinto i clienti a liquidare le loro posizioni nei fondi e a sottoscrivere le obbligazioni della banca stessa, una decisione molto conveniente per le banche, che non riuscivano ad ottenere la liquidità sul mercato – non altrettanto per i risparmiatori spinti a liquidare le loro quote quando il mercato era ai minimi. Per eliminare questo conflitto d'interessi e rendere i fondi autonomi, la nostra proposta è di separare per legge banche e fondi, come è stato fatto con successo in Israele.

Infine occorre mettere mano in modo più deciso alla governance delle banche e alla loro struttura proprietaria. Come documentato nell'audizione in Parlamento del capo della vigilanza della Banca d'Italia, la causa principale del fallimento delle quattro banche è imputabile a cattiva gestione. La crisi economica non ha fatto altro che far risaltare i problemi. In realtà tutte le crisi delle banche italiane dal 2008 sono il riflesso di cattiva gestione – dal Monte Paschi a Banca Carige.

Il problema non è tanto che alcuni manager hanno male amministrato, è che costoro sono rimasti lungamente al comando anche quando era evidente che amministravano male. Esiste un serio problema di contendibilità del controllo. Questo problema è particolarmente forte nelle popolari, controllate dai sindacati o da qualche altra consorceria locale, ma è presente anche nelle Spa, troppo spesso controllate da Fondazioni condizionate dalle dinamiche dei poteri locali. Dare alle banche buoni padroni non elimina il rischio di un fallimento bancario ma elimina almeno i fallimenti dovuti ad incuria della proprietà. Non a caso le banche che hanno fatto relativamente meglio durante la crisi erano quelle che avevano il controllo più contendibile.

Il governo ha fatto un passo importante con la riforma delle popolari e ora con quelle delle Bcc. Ma deve andare oltre e liberare le banche dal controllo delle fondazioni. Per

arrivare a questo risultato basta imporre quella diversificazione di portafoglio evocata nel principio della legge e ignorata nella pratica che dovrebbe essere naturalmente seguita da tutte le fondazioni. In questo modo il controllo effettivo passerebbe nelle mani dei fondi, che proprio per questo devono essere indipendenti dalle banche.

Solo se queste quattro riforme saranno effettuate, possiamo dire che la crisi non è avvenuta invano.

Perché servirebbe un “TARP all’Italiana”

(Sole 24 Ore - 20 gennaio 2016)

Mentre i titoli di Monte Paschi e Carige scendono a picco (rispettivamente -46,8% e -38,3% dall’inizio dell’anno) e il presidente della Consob si scaglia contro i presunti speculatori responsabili di ogni male, il ministro del Tesoro cerca disperatamente di accelerare i tempi per risolvere il problema delle sofferenze bancarie. Il peggior nemico degli investitori è l’incertezza.

L’incertezza sulle entità delle perdite delle banche crea più danno delle stesse perdite, paralizzando i mercati e bloccando la possibilità di prestiti. Per risolvere lo stesso problema nel settembre 2008 il Ministro del Tesoro degli Stati Uniti Paulson lanciò Tarp (Troubled Assets Relief Program), un programma governativo di 700 miliardi di dollari per comprare titoli tossici dalle banche, molto simile alla prima versione della “bad bank” proposta da Padoan. Allora a far crollare i titoli bancari negli Usa erano i famigerati titoli tossici subprime e non i prestiti, ma il problema che Paulson si trovò ad affrontare non era diverso da quello che oggi assilla il nostro Padoan. Come nel caso della crisi Usa, non si tratta di un problema di alcune banche, ma di un problema generale, che si manifesta prima laddove è più acuto, ma che rischia di coinvolgere l’intero sistema bancario. E non è solo un problema dei banchieri. Se le banche sono in crisi, non prestano e se non prestano è difficile che l’economia riparta.

Nonostante il sostegno da parte dell’establishment di entrambi i partiti, la prima versione di Tarp fu rigettata alla Camera dei Rappresentanti. Solo dopo molte trasformazioni il programma fu approvato. Ci sono dubbi su quanto l’intervento statale sia servito a rilanciare i prestiti all’economia, ma certamente ha contribuito a stabilizzare le banche, evitando una crisi ancora più profonda. Molto più difficile da calcolare sono le conseguenze politiche. L’ondata populista che sostiene la nomina di Trump e Cruz da un lato e di Sanders dall’altro si è formata proprio nell’opposizione popolare al salvataggio delle banche tramite Tarp. Che cosa possiamo imparare dall’esperienza americana?

Innanzitutto è importante capire che tanto in Tarp quanto nella nostra bad bank si mischiano due obiettivi: rilanciare l’economia e trasferire parte delle perdite derivanti da cattivi prestiti alla comunità. Il primo è un obiettivo meritorio, il secondo è una forma opportunistica di “rent seeking” da parte dei banchieri. Purtroppo non è facile raggiungere il primo obiettivo, senza contribuire in qualche modo al secondo. Ma è importante che l’aiuto alle banche sia un danno collaterale, che si vuole minimizzare, non l’obiettivo primario della manovra.

Affinché questo avvenga è necessario essere molto chiari sull’obiettivo immediato dell’intervento: ricapitalizzare le banche. Se questo è l’obiettivo – come lo fu per Tarp -, ci sono molti modi per conseguirlo. Strapagare per i loro crediti inesigibili non è il metodo migliore, non è neppure quello più economico. Ha il solo vantaggio di nascondere agli occhi degli elettori il trasferimento di soldi alle banche. Invece di favorirne l’approvazione, questo inganno suscitò negli elettori americani il sospetto che la manovra fosse unicamente mirata a trasferire soldi alle banche, di qui la reazione.

Il nuovo piano del Ministro Padoan di far acquistare le sofferenze a «prezzi di mercato» con una garanzia della Cassa Depositi e Prestiti rischia di avere gli stessi effetti. I prezzi di mercato per questi crediti non esistono, basta vedere Banca Etruria che ha venduto alcuni crediti incagliati al valore di bilancio (intorno al 40% del valore facciale) pochi giorni prima che la Banca d’Italia valutasse il resto dei suoi crediti incagliati al 17,5%. Qual è il vero prezzo di mercato? Dipende dalla qualità dei crediti e dalla natura delle garanzie. Quindi non esiste un prezzo di mercato ma molti, troppi prezzi diversi per un acquisto dei crediti in massa. Proprio per queste difficoltà Paulson finì per abbandonare l’idea di acquistare i titoli tossici e preferì “costringere” le banche a fare degli aumenti di capitale sottoscritti dal Tesoro. Gli investimenti furono fatti

in azioni privilegiate senza diritto di voto e con sufficienti restrizioni da spingere le banche sane a raccogliere più capitale sul mercato. Il meccanismo funzionò. Non solo il sistema bancario fu stabilizzato, ma il Tesoro americano finì perfino col guadagnare da questi investimenti.

Lo stesso dovrebbe fare il Tesoro italiano, magari attraverso la Cassa Depositi e Prestiti. Mettere le banche di fronte alla scelta: o raccogliete un altro XX per cento di capitale di rischio sul mercato o questo capitale di rischio necessario a stabilizzare la banche e a far ripartire i prestiti ve lo diamo noi Stato, ma ad alcune condizioni. Primo, divieto di pagare dividendi per almeno tre anni. Secondo, ricambio totale del management. Terzo, azione di responsabilità obbligatoria in tutti i casi in cui ci si sia evidenza di mala gestio o di prestiti in conflitto di interesse. Quarto, nuove regole per evitare che tali conflitti di interesse possano ripetersi in futuro.

Ovviamente ci verrà detto che è impossibile perché Bruxelles non permetterà mai un intervento di questo tipo. Ma se Bruxelles concede alla Cassa Depositi e Prestiti di offrire delle garanzie a prezzi molto dubbi, non si capisce come possa vietare alla stessa Cassa di effettuare questi investimenti in azioni. Obiezioni verranno anche da chi teme una nazionalizzazione del nostro sistema bancario. Il rischio è serio. Ma c'è solo una cosa peggiore di una nazionalizzazione delle banche: una socializzazione delle perdite, quando i profitti rimangono privati. E quello che accadrebbe con la bad bank progettata dal governo. Con la versione italiana di Tarp prospettata qui sopra, invece, il Governo prenderebbe due piccioni con una fava. Da un lato, renderebbe più solido il sistema bancario, evitando molti dei rischi di cui si è molto parlato nei giorni scorsi. Dall'altro, promuoverebbe un miglioramento della governance bancaria, uno dei punti più oscuri della nostra economia.

Come restituire fiducia nelle banche

(L'Espresso - 5 febbraio 2016)

Fino ad ora in Italia i soldi in banca erano considerati al sicuro. Ora non più. L'introduzione delle nuove regole europee per la risoluzione delle banche in crisi (il cosiddetto *bail in*) poco più di un mese dopo la bancarotta di quattro banche regionali ha gettato nel panico il mondo dei risparmiatori. Improvvisamente si scopre che non solo i bond bancari ma neppure i depositi sopra i 100mila euro sono sicuri. Perché?

In verità, non esiste nulla di sicuro al mondo. Ma tutti i sistemi finanziari abbisognano di uno strumento finanziario sicuro per eseguire i pagamenti, e in tutti i sistemi finanziari moderni questo strumento è rappresentato dai depositi bancari. Siccome a fronte dei depositi, le banche erogano prestiti, i depositi non sono per loro natura necessariamente sicuri. La sicurezza viene offerta loro dal capitale di altri investitori più sofisticati che assorbono per primi le perdite o dallo Stato.

Storicamente l'Italia si è affidata principalmente allo Stato, che nelle maggiori crisi bancarie (vedi Banco Ambrosiano) interveniva stampando moneta o accollandosi dei debiti, ma salvando sempre tutti i depositanti e spesso anche gli obbligazionisti. L'unione monetaria, però, ha eliminato la possibilità di risolvere questi problemi stampando moneta. E i trattati europei - in aggiunta all'elevato debito pubblico italiano - rendono impossibile l'uso del debito pubblico, almeno per le banche di una certa dimensione. Le regole europee del *bail in*, quindi, hanno solo formalizzato lo stato di fatto, rendendo impossibile allo Stato italiano di pretendere di poter salvare tutti, quando in realtà non può più.

Vuol dire che dobbiamo rassegnarci ad avere dei depositi a rischio? Fortunatamente, la risposta è no. Occorre rafforzare l'altro sistema di protezione dei depositi, rappresentato dal capitale azionario e dalle obbligazioni. Ma qui nascono i problemi.

Innanzitutto, in Italia le banche - soprattutto quelle minori - si sono per anni finanziate vendendo bond - spacciati come sicuri - alla clientela, con la complicità di Consob e Bankitalia. La funzione di protezione delle obbligazioni - implicita nei meccanismi di *bail in* - è ragionevole se queste obbligazioni sono detenute da investitori istituzionali ben diversificati, non se sono possedute da singoli risparmiatori a cui sono state vendute come sicure. Al recepimento delle regole del *bail in* sarebbe dovuta seguire una campagna di informazione, per dare il tempo alla clientela di riallocare il proprio portafoglio. Purtroppo questo non è stato fatto, non solo per mancanza di tempo, ma anche per mancanza di volontà: avrebbe aumentato il costo della raccolta bancaria.

Il secondo problema riguarda la capitalizzazione delle banche. Per rendere i depositi totalmente sicuri le nostre banche hanno bisogno di maggior capitale azionario.

Ma i banchieri non amano emettere azioni, perché mette in gioco il controllo della banca stessa e quindi la loro poltrona. Per questo hanno a lungo fatto pressione sul governo affinché comprasse (a prezzi inflazionati) i loro crediti difficilmente esigibili (la cosiddetta *bad bank*). Giustamente la Ue si è opposta e il compromesso che ne è risultato è inutile alla risoluzione del problema.

Per restituire ai depositanti la necessaria fiducia, quindi, esiste solo un modo: aumentare il capitale azionario. Lo Stato deve forzare quest'aumento con un aut aut: o le banche si ricapitalizzano sul mercato, o le ricapitalizza lui, forzando un ricambio totale del management. Di fronte a questa scelta, tutte le banche solventi - che sono la maggior parte - si affretteranno a ricapitalizzarsi sul mercato. Il controllo delle altre verrà temporaneamente assunto dallo Stato, che provvederà a liquidarle in modo ordinato. In questo modo, si elimina l'incertezza che oggi attanaglia il sistema e rischia di far fallire anche le banche solide. In aggiunta, la ricapitalizzazione permetterà alle banche di riprendere a prestare, favorendo la crescita economica. Se è così semplice, perché non è ancora stato fatto? Perché mette a rischio la poltrona di molti banchieri.

Se la Banca Regionale è come Spotlight...

(Espresso - 8 aprile 2016)

Nel film da Oscar si dice che il silenzio connivente ha permesso gli abusi sui ragazzi. Lo stesso è successo con gli scandali degli istituti di credito.

La crisi delle banche regionali, da Banca Etruria a Cassa di Ferrara, da Veneto Banca a Banca Popolare di Vicenza è più che una crisi bancaria, è la crisi di un modello di sviluppo, basato su un localismo spinto, che spesso degenera in collusione. Nelle banche locali il prestito "agli amici", non è una deformazione, ma la stessa ragione d'essere. E fintantoché gli amici sono meritevoli di credito, questo modello presenta degli evidenti vantaggi. Quando l'imprenditore è persona conosciuta dalla cerchia degli amici, non c'è bisogno di sofisticate valutazioni sull'affidabilità, né sono così importanti le garanzie: la sanzione sociale è sufficiente a garantire i crediti, come ha dimostrato il premio Nobel Mohammed Yunus con la Grameen Bank.

Questo modello funziona bene a tre condizioni: una dimensione limitata della banca, che permette a tutti i soci di controllare l'operato degli amministratori; un forte senso etico, che riduce il rischio di abusi, e uno sviluppo organico del territorio, che offre opportunità di sviluppo a tutti i soci, rendendo meno importante la capacità di negare il credito a chi non se lo merita, il vero tallone d'Achille delle banche che intrecciano amicizia e credito.

Queste condizioni erano per lo più presenti dagli anni Cinquanta a metà degli anni Novanta. Le aggregazioni bancarie di metà anni Novanta hanno aumentato la dimensione di molte di queste banche regionali, rendendone più difficile la governance. Nel frattempo, l'immissione sul mercato europeo di merci cinesi a prezzi molto ridotti ha prodotto un cambiamento strutturale del modello di sviluppo. Non bastava più produrre a bassi costi, bisognava innovare e differenziare. Se alcune imprese lo hanno capito e ne hanno approfittato, molte altre no. Le banche avrebbero dovuto concedere i prestiti agli uni, ma non agli altri. Una selezione non facile quando gli imprenditori senza futuro siedono nei consigli di amministrazione delle banche regionali o sono legati con rapporti di amicizia e di affari con gli amministratori stessi. Questo cambiamento economico rendeva necessario un maggior rigore nel decidere a chi concedere i prestiti e a chi no, rigore di cui le banche regionali sono strutturalmente carenti. In quegli anni il passaggio dalla generazione che aveva fatto la Resistenza a quella successiva aveva prodotto anche un calo della tensione etica, proprio nel momento in cui ce ne sarebbe stato maggiormente bisogno. Senza questo spirito etico l'amicizia si trasforma facilmente in collusione, o almeno in silenzio connivente, silenzio che vede colpevoli non solo il fior fiore dell'imprenditoria locale, ma anche le maggiori istituzioni nazionali.

Nel film "Il caso Spotlight", vincitore del premio Oscar di quest'anno, si dice che se ci vuole un villaggio per crescere un fanciullo, ci vuole anche un villaggio per violentarne uno. È il riferimento al silenzio connivente, non solo della Chiesa Cattolica, ma di tutto l'establishment bostoniano di fronte alle notizie di abusi di bambini effettuati da preti pedofili.

Lo stesso vale per molte di queste banche regionali. Vicenza si sente violentata dalla crisi della sua Banca Popolare (BPVI). Gli azionisti, che hanno già perso il 90 per cento del loro investimento, ora temono di veder azzerato l'intero investimento. Le imprese faticano a finanziarsi. I depositanti non si sentono più al sicuro.

La colpa di questo sfregio non è solo del padre padrone della banca Gianni Zonin, che l'ha presieduta per più di 20 anni, ma di tutti coloro che hanno avallato, anche solo con il silenzio, la sua gestione. A cominciare dal perito, dal collegio sindacale e dalla società di revisione, che quella valutazione di 62 euro hanno certificato. Per finire alla Banca d'Italia, che avrebbe dovuto vigilare sulla BPVI, e alla Consob, che ogni volta che la BPVI ha raccolto capitale, non ha imposto la massima trasparenza sul metodo con

cui le valutazioni sono state ottenute. Moralmente sono tutti corresponsabili di questa crisi.

In "Spotlight" è la rottura di questo silenzio connivente che permette l'esposizione del problema in tutta la sua grandezza, forzando la stessa Chiesa Cattolica a un cambiamento. Anche Vicenza ha bisogno di questa operazione di pulizia. Finora, però, tutti sembrano voler coprire e andare avanti.

I miei tre punti per l'Agenda per l'Italia

(europaono.com – 11 aprile 2016)

Sabato scorso ho partecipato al panel conclusivo del workshop Ambrosetti a Cernobbio, in cui gli spunti emersi dai precedenti interventi venivano sintetizzati ed elaborati in una "Agenda per l'Italia", di fronte al Ministro dell'Economia Padoan. La stampa non era ammessa, quindi per correttezza mi limiterò a riassumere solo il mio intervento, tacendo sui contributi degli altri relatori, Valerio De Molli e Nouriel Rubini.

Io ho individuato nella situazione italiana tre fattori di debolezza: una deflazione internazionale, dei problemi strutturali preesistenti alla crisi finanziaria e una crisi bancaria.

Cominciando dalla crisi bancaria, su cui la capacità di intervento del governo italiano è maggiore, il problema è duplice: da un lato bisogna risolvere l'incertezza che sta attanagliando alcune grandi banche e che rischia di asfissiare l'economia reale; dall'altro bisogna farlo in un modo che sia politicamente compatibile, evitando di scatenare quella (giusta) rabbia popolare che tanto ha fatto per destabilizzare il sistema politico americano dopo la crisi del 2008 e di cui vediamo ancora ora le conseguenze. Ben venga quindi un ruolo della CDP come investitore di ultima istanza negli istituti in difficoltà che non riescono a reperire capitali sul mercato, ma a due condizioni. La prima è che i termini siano simili ad un fallimento per tutte le parti coinvolte (inclusa la possibilità di revocatoria fallimentare), tranne i creditori. La seconda è che ci sia una commissione d'inchiesta su come e perché queste banche sono entrate in crisi senza che i meccanismi di allerta (sia a livello societario che istituzionale) funzionassero.

Se questa commissione venisse istituita, io mi sono offerto di guidarla per il compenso simbolico di 1 euro.

La crisi strutturale riguarda l'incapacità del nostro sistema di aumentare la produttività, ovvero il prodotto per ora lavorata. Recenti studi internazionali dimostrano che solo metà della produttività di un Paese è dovuta alla quantità totale di capitale e lavoro investiti, il resto è determinato da come sono allocati questi fattori. A questo fine è cruciale la flessibilità di trasferire questi fattori da un'azienda ad un'altra. Negli anni passati, l'enfasi è stata sulla flessibilità del fattore lavoro. È giunto il momento di focalizzarsi sulla flessibilità del fattore capitale. Questo significa anche favorire il trasferimento di risorse da aziende meno produttive ad aziende più produttive.

Un ruolo cruciale in questa riallocazione gioca il settore bancario. A questo fine le riforme delle Popolari e delle BCC sono state un passo in avanti, così come lo è stata la riforma della legge fallimentare. Ma si può fare di più. In particolare è necessario migliorare la tutela degli investitori di minoranza: senza questa tutela nessun imprenditore è disposto a fondersi o a trasferire le risorse della propria azienda in un'azienda in cui a comandare è un altro. Una Consob più attiva è un passo essenziale in questa direzione.

La terza debolezza riguarda una situazione internazionale in cui c'è un eccesso di risparmio. Per motivi demografici, l'Occidente vuole risparmiare molto. Data questa offerta di risparmio il tasso di interesse reale di equilibrio dovrebbe essere negativo. Ma in presenza di una bassa inflazione e di un limite (tra lo zero e il -0.5%) cui possono scendere i tassi di interessi nominali, il mercato tende a riequilibrarsi distruggendo risparmio attraverso una recessione. Esistono due politiche per rimediare a questo problema: un finanziamento monetario del deficit, che faccia aumentare l'inflazione, o un aumento del deficit pubblico che riduca il risparmio aggregato. Entrambe queste politiche sono proibite dalle regole dell'eurozona, regole che non possono essere facilmente rinegoziate.

Il governo ha una responsabilità di porre questo problema all'Europa. In verità, questo governo ha il merito di essere stato, nei confronti dell'Europa, più critico dei precedenti. Ma lo ha fatto in modo troppo timido e troppo isolato, spesso usando le sue critiche come scusa per chiedere maggiore flessibilità sul deficit. Deve condurre invece una battaglia di principio e formare una coalizione contro l'egemonia culturale della Germania.

Cosa fare per evitare che il “decreto banche” diventi solo un regalo alle banche

Sole 24 Ore - 12 giugno 2016

Giovedì scorso il Senato ha approvato (con parziali modifiche) il decreto 59/2016 (cosiddetto decreto banche). A parte le regole per i rimborsi per i piccoli obbligazionisti delle quattro banche regionali fallite, il decreto contiene importanti modifiche nel mercato del credito. Da una parte queste modifiche sono considerate fondamentali per aiutare le banche a recuperare i loro crediti. Dall'altra vengono indicate come un esempio della subordinazione del governo agli interessi delle banche. Dove sta la realtà?

Non ci sono dubbi che il nostro Paese soffra pesantemente per i tempi biblici della nostra giustizia civile. In Italia ci vogliono 645 giorni per recuperare un assegno scoperto. Nel Regno Unito ce ne vogliono solo 101, 181 in Francia, 154 in Germania e 147 in Spagna.

Il costo di questa inefficienza non è solo quello di ridurre il valore dei crediti in sofferenza. Anticipando i ritardi della giustizia in caso di mancato pagamento, un creditore chiederà un adeguato premio ex ante in termini di tassi di interesse o si rifiuterà di prestare i soldi. Il vero costo di questa inefficienza è di aumentare il costo e ridurre la disponibilità del credito.

Il decreto però non interviene direttamente sui tempi della giustizia civile, né d'altra parte una riforma seria della giustizia civile potrebbe aiutare in tempi rapidi il recupero dei crediti che le banche hanno oggi. Il decreto interviene creando due nuovi tipi di contratto che aiutano ad aggirare le lungaggini della giustizia civile. Si tratta del pegno non possessorio e del cosiddetto patto marciano.

Il pegno non possessorio permette all'imprenditore di usare come pegno beni mobili destinati all'esercizio dell'impresa senza perderne il possesso. Nel patto marciano, in caso di inadempimento, il creditore acquisisce un bene di proprietà del debitore, con l'obbligo di versargli la differenza tra importo del credito e valore.

Entrambe queste nuove tipologie giuridiche si applicano solo ai nuovi contratti (né potrebbe essere altrimenti). Allora come possono aiutare il recupero dei crediti già stipulati? Al tempo stesso, visto che entrambe le parti devono essere d'accordo, come possono questi contratti favorire le banche? La risposta ad entrambi i quesiti risiede nella possibilità di applicare – con l'esplicito accordo delle parti – queste tipologie ai contratti in essere. La paura da un lato, la speranza dall'altro è che i crediti in essere siano trasformati in patti marciati, velocizzando il recupero dei crediti ed alleggerendo il lavoro ai tribunali. Ma questo può comportare dei rischi per i debitori, soprattutto se non sono pienamente consapevoli di cosa questo nuovo contratto comporta.

In Italia esiste un divieto esplicito del patto commissorio, una versione più radicale del patto marciano in cui il debitore assegna al creditore il diritto di appropriarsi di un bene in caso di mancato pagamento. Il motivo della proibizione sta nella paura che questi contratti siano utilizzati per appropriarsi a basso prezzo di immobili di valore nelle mani di contraenti poco sofisticati e in gravi difficoltà economiche. Il patto marciano, invece, è permesso perché esiste una tutela in più: la retrocessione della differenza tra importo del credito e valore. Ma come viene determinato il valore? Il decreto prevede una valutazione di un perito del tribunale.

Il giudizio sul decreto dipende in modo cruciale da come si valuta questa garanzia. Il rischio è che in mercati illiquidi, come è quello degli immobili in Italia in questo momento, le valutazioni dei periti finiscano per essere troppo influenzate dalle pressioni delle banche. Per evitare questo rischio è necessario creare un registro pubblico con i nomi dei periti, le loro valutazioni, e i prezzi a cui gli immobili valutati sono venduti dopo essere stati acquisiti dai creditori. Questo registro aiuterebbe i tribunali ad identificare i periti più accurati, al tempo stesso creando una pressione sociale che aiuti a mantenere i periti onesti.

È il momento di un “TARP all’Italiana” per salvare le banche

(Sole 24 Ore - 29 giugno 2016)

Winston Churchill amava ripetere che si poteva contare sul fatto che gli americani facessero sempre la cosa giusta, dopo aver esaurito tutte le alternative possibili. Per il governo italiano si tratta di una speranza, più che di una certezza. L’unica certezza è che tutte le alternative per salvare il sistema bancario italiano sono state già esplorate senza successo. E che il tempo stringe. L’incertezza sul reale valore dei crediti deteriorati nei bilanci delle banche sta producendo una crisi generalizzata di fiducia nel sistema bancario, che potrebbe avere effetti devastanti. Per evitarla rimane solo un intervento diretto dello stato nel capitale delle banche. Non è una raccomandazione che ripeto a cuor leggero, ma a mali estremi, estremi rimedi. E certo i mali oggi sono estremi.

Il motivo per cui sono arrivato già da tempo a questa raccomandazione è l’esperienza diretta che ho avuto della crisi americana del 2007-2008. Anche in quel caso, si cercò prima di creare un fondo per acquistare i mutui tossici (la versione americana dei nostri crediti deteriorati), poi di farli comprare allo stato, alla fine si capì che l’unica soluzione era immettere capitale pubblico nel sistema bancario.

Questa soluzione ha numerosi vantaggi. Primo, si fa molta più strada con gli stessi soldi. Grazie all’elevata leva finanziaria delle banche gli stessi fondi investiti in azioni possono indirettamente comprare quasi 20 volte l’ammontare di crediti deteriorati. Secondo, è molto più rapida. Se lo stato non vuole strapagare per i crediti deteriorati e rimetterci molti soldi, deve organizzarne in modo molto serio l’acquisto. Non esiste il tempo per farlo. Terzo, permette maggiori meccanismi di protezione dei contribuenti. Il contribuente americano ha finito per guadagnarci dall’intervento dello stato nelle banche avvenuto nel 2008.

In un mondo ideale questo intervento dovrebbe essere effettuato dal Tesoro italiano. Siccome non viviamo in un mondo ideale e le regole europee ci proibiscono un tale intervento prima di aver effettuato un bail-in pari all’8% dell’attivo bancario, l’unica soluzione possibile è fare questo intervento tramite la Cassa depositi e prestiti (Cdp), che è fuori dal perimetro dello Stato. Nel colmo della crisi del 2008 ad investire non ci fu solo il Tesoro americano, ma anche Warren Buffet, che guadagnò profumatamente. Se l’intervento avviene a condizioni di mercato non solo l’Italia si mette al riparo da critiche dell’Europa, ma protegge anche i suoi contribuenti.

Per funzionare, questo intervento deve essere rapido e deve essere decisivo. Per essere rapido deve essere basato su regole semplici e facilmente verificabili. Al contempo deve proteggere i soldi dei contribuenti, senza violare i diritti degli attuali azionisti. Raggiungere tutti questi obiettivi contemporaneamente è difficile ma non impossibile, facendo tesoro dell’esperienza americana.

Innanzitutto, capiamo l’entità del problema. Ci sono circa 200 miliardi di crediti deteriorati. In media questi crediti sono valutati al 40%, ma il mercato ritiene che valgano solo il 20%. Quindi un’iniezione di capitale pari a 40 miliardi è in grado di assorbire le perdite anche nell’ipotesi peggiore e quindi tranquillizzare i depositanti e gli obbligazionisti.

La Cdp dovrebbe quindi impegnarsi ad investire in ogni banca una cifra pari al 20% dei crediti in sofferenza. Il segreto è immettere capitale sotto forma di azioni “preferred” convertibili in azioni ordinarie. Il vantaggio delle preferred americane, rispetto alle nostre privilegiate, è che sono redimibili da parte della società emittente ad un valore predeterminato. Se la banca è sana, può facilmente nei mesi successivi emettere azioni ordinarie sul mercato e riacquistare le preferred emesse, tutelando il valore degli azionisti esistenti. Se invece la banca non è solida, questo capitale servirà di garanzia.

Le preferred sono subordinate a tutti i titoli di debito (compresi i bond subordinati), ma hanno priorità rispetto al capitale azionario esistente. Quindi i contribuenti non vanno a proteggere gli azionisti, ma solo i depositanti e gli obbligazionisti. Se le perdite sono elevate, gli azionisti esistenti sono spazzati via e le preferred diventano azioni ordinarie.

Per evitare che i banchieri se ne approfittassero, le preferred americane avevano tre clausole importanti. Primo, proibivano il pagamento di qualsiasi dividendo alle ordinarie fino a quando le preferred non erano state riacquistate. Secondo, ponevano dei limiti molto rigidi (e molto bassi) ai compensi del management. Terzo, contenevano un warrant (ovvero il diritto a comprare ulteriori azioni ad un prezzo prestabilito al di sopra dell'attuale prezzo di mercato). Questo garantiva al contribuente parte del beneficio dell'operazione in caso di successo. Dovremmo anche noi seguire quest'esempio.

Nel caso americano le preferred erano prive dei diritti di voto fino a quando non erano convertite, perché si temeva un'eccessiva ingerenza dello stato nell'allocatione del credito. Ovviamente questo problema esiste anche in Italia, ma – data la qualità inferiore della corporate governance italiana – esiste anche il rischio che il management approfitti dei soldi dei contribuenti. Per questo penso sia un buon compromesso assegnare alle preferred il diritto di nominare l'intero collegio sindacale e il presidente del consiglio di amministrazione, lasciando agli attuali azionisti il diritto di gestire la società, almeno fino a quando le preferred non sono convertite.

Ovviamente esiste anche un problema politico. Negli Stati Uniti l'intervento statale ha prodotto come reazione il Tea Party e – in qualche modo – ha creato il consenso per un personaggio come Donald Trump. Come evitare che questo succeda in Italia?

Da un lato bisogna spiegare quale è oggi l'alternativa: il caso Etruria moltiplicato per 100. L'intervento statale non è quindi per salvare i banchieri, ma per salvare i depositanti e tutti coloro ai quali sono stati rifilati i bond bancari "sicuri". Dall'altro bisogna fugare anche il minimo dubbio che questa manovra sia fatta per salvare i soliti noti. Per questo contestualmente all'investimento deve essere varata una commissione d'inchiesta, composta non da parlamentari, ma da esperti indipendenti. Questi dovranno accertare le possibili responsabilità di persone e istituzioni e riportare in modo pubblico al Parlamento nel giro di 9 mesi.

In questo difficile momento il governo non deve avere paura di agire: l'inazione sarebbe una colpa ben maggiore. Non deve neppure temere che i cittadini non capiscano. Se opportunamente informati, sono più che capaci di capire e oggi più che mai meritano rispetto e fiducia. L'importante è non mentire loro dicendo che è tutta colpa del Regno Unito. La Brexit è stata sola la famigerata scintilla, tutto il resto è di produzione nazionale.

Salvare le banche per far ripartire l'economia

(Sole 24 Ore - 3 luglio 2016)

Mentre il governo festeggia lo scudo da 150 miliardi come una vittoria, i titoli bancari continuano a precipitare in Borsa. Nonostante un lavoro febbrile, il governo è riuscito a fare molto poco in questo campo. Perché? È solo colpa dell'Europa?

Nel settore bancario italiano esistono 360 miliardi di prestiti difficilmente esigibili (200 vere e proprie sofferenze, altri 160 di prestiti in difficoltà). La colpa di tanti cattivi prestiti in parte è dei 7 anni di recessione, in parte della incapacità (se non della collusione) dei banchieri. Una commissione d'inchiesta dovrebbe stabilire le relative responsabilità (e quelle di chi doveva supervisionare). Ma nel frattempo dobbiamo rimettere in sesto il sistema bancario, perché senza un sistema bancario funzionante imprese e famiglie non hanno credito e l'economia del nostro Paese non riparte. Risanare il sistema bancario è molto più importante della riforma dello Statuto dei Lavoratori, dei contributi fiscali, e della riforma costituzionale. È su questo che si gioca oggi la ripresa economica del Paese.

Non si tratta di risolvere dei momentanei problemi di liquidità (la BCE li risolve più che bene), né di evitare il fallimento di alcune banche. Si tratta di rimettere le banche in grado di effettuare prestiti. Oggi la maggior parte di esse non è in grado di effettuare nuovi prestiti, perché non ha il capitale per farlo. Né vuole aumentare il capitale, perché ai prezzi attuali diluirebbe pesantemente (o azzererebbe) gli azionisti esistenti. Conviene ai banchieri aspettare e sperare in un futuro migliore e/o in un aiuto statale.

Con le sue proposte il governo ha contribuito a tenere vive queste speranze. Dalla "bad bank" alle garanzie sulle sofferenze, dal fondo Atlante allo scudo appena approvato, gli interventi sono stati concepiti come sostegno alle banche, non come sostegno all'economia reale: ovvero sono stati mirati a far sopravvivere le banche, ma non a metterle nelle condizioni di ricominciare a fare prestiti ad imprese e famiglie.

Tutti dicono che è colpa dell'Europa. Sicuramente la nuova direttiva europea sulla risoluzione delle banche in dissesto impone dei vincoli, ma non impedisce interventi diretti dello Stato "per evitare o porre rimedio a una grave perturbazione dell'economia e preservare la stabilità finanziaria." Tra i metodi di quest'aiuto si annoverano anche "la sottoscrizione di fondi propri o l'acquisto di strumenti di capitale," purché le banche non siano insolventi. Questa secondo me è esattamente la situazione in cui si trovano le banche italiane: non insolventi, ma sufficientemente a rischio di insolvenza da essere paralizzate e non fare prestiti.

In questa situazione uno scudo disegnato per risolvere problemi di liquidità (e non di mancanza di capitale) non funziona. Anzi, così come è stato disegnato è addirittura controproducente. Il governo si è affrettato a dire che lo scudo non parte subito, ma sarà avviato solo a domanda delle banche in difficoltà. Ovviamente nessuna banca vorrà chiederlo per evitare lo stigma sul mercato. Nel frattempo si sa che ci sono banche in difficoltà (altrimenti perché creare lo scudo?), ma non quali. Per di più non c'è neppure la certezza che le banche ricorrano allo scudo in tempo, perché la paura dello stigma le indurrà a farlo all'ultimo momento possibile. L'unica cosa certa è che grazie allo scudo le banche non si rimetteranno a prestare.

Non sono un giurista, ma secondo me (e secondo tutti quelli cui ho chiesto anche a livello europeo) un intervento sul capitale tipo quello da me descritto sul Sole di mercoledì scorso è fattibile. L'unico dubbio è se possa essere fatto direttamente dallo Stato invocando la clausola dei problemi sistemici o attraverso la CdP, che è al di fuori del perimetro dello Stato. Se non avviene quindi non è per colpa dell'Europa, ma perché non piace alle banche e soprattutto ai banchieri, che vedrebbero azzerarsi il valore delle loro stock option, e alle fondazioni bancarie, che perderebbero la maggior parte del patrimonio. Le imprese e le famiglie ringraziano.

L'azione di responsabilità è fondamentale per ricostruire la fiducia nelle banche Italiane

(Sole 24 Ore - 17 Luglio 2016)

Dopo qualche tentennamento, il consiglio di amministrazione della Banca Popolare di Vicenza ha deciso di dare via libera all'azione di responsabilità verso gli ex vertici. Altrettanto ha fatto il mese scorso Banca Carige. Fino a qualche anno fa le azioni di responsabilità nei confronti del management erano rarissime, per lo più limitate ai casi di fallimento. Oggi invece stanno diventando sempre più diffuse. Molti manager e molti giuristi considerano queste azioni una perdita di tempo o peggio un'espressione deteriorata del "sentimento molto diffuso di voler impiccare un sacco di gente all'albero più alto della nave." Dobbiamo forse giudicarle tali?

In teoria esiste il rischio che le azioni di responsabilità siano solo una punizione per la sfortuna. Con il senno di poi tutti sanno quali sono gli investimenti giusti. Un bravo manager deve saper rischiare, ma perché mai dovrebbe farlo se rischia di essere punito quando sbaglia? Proprio per questo motivo – in America prima ed in Italia poi – si è sviluppato il principio della "business judgment rule", ovvero il principio che le decisioni di business non sono sindacabili. Gli amministratori possono essere considerati responsabili solo quando non adempiono al dovere di agire diligentemente (duty of care) e al dovere di perseguire l'interesse sociale (duty of loyalty). Quindi l'azione di responsabilità non colpisce i manager sfortunati, ma solo quelli che hanno agito senza dedicare la dovuta attenzione al loro lavoro o – peggio – hanno perseguito un interesse personale.

Anche quando questi estremi sussistono (e purtroppo in Italia sussistono spesso), non è facile trovare un consiglio di amministrazione disponibile ad iniziare un'azione di responsabilità. Come cane non mangia cane, e medico non testimonia contro un altro medico, così i manager – che compongono la maggioranza dei consigli di amministrazione – tendono a votare contro qualsiasi azione di responsabilità per solidarietà di categoria. In questo sono aiutati dai consulenti legali, che vengono chiamati a verificare la sussistenza dei presupposti legali per l'azione. In un mondo molto ristretto, come è l'élite italiana, non conviene ad un avvocato di grido argomentare a favore di un'azione di responsabilità contro un manager potente. Ne va del reddito futuro. Per questo ad essere incriminati sono generalmente solo i manager falliti: gli avvocati non hanno più nulla da perdere. Tanto forte è la loro riluttanza ad iniziare un'azione che una volta un famoso principe del foro – di fronte ad un'evidenza troppo forte per essere negata – dichiarò che sconsigliava un'azione, non dal punto di vista giuridico, ma per gli effetti mediatici negativi che tale azione avrebbe causato. Agiva da legale o da consulente di public relation?

Alla fine la decisione se intentare l'azione di responsabilità è una decisione di business, e in quanto tale molti consigli sono contrari. Dati i costi (certi) e gli incerti benefici monetari (un po' per i tempi della giustizia italiana, un po' per la furbizia degli accusati che intestano tutti i beni ai familiari) non sembra che il gioco valga la candela. Ma è un calcolo miope. L'azione di responsabilità è una scelta strategica. Uno dei principali valori di un'impresa è il suo capitale di fiducia: fiducia degli azionisti, dei creditori, dei consumatori, dei fornitori. Quando questa fiducia viene violata, come nel caso di BpVi, Carige e molte altre banche, è difficile ricostruirla. Un passo necessario per ricostruire questo capitale di fiducia è fare chiarezza sulle responsabilità del passato, identificando quali errori sono stati commessi e da chi. L'azione di responsabilità è un segnale credibile che questo processo indispensabile è stato avviato. Per questo non bisogna essere dei forcaioli per gioire della notizia che queste due azioni sono state intraprese: è un segnale di svolta nel nostro sistema bancario. La fine del tunnel è ancora lontana, ma intanto si intravede uno spiraglio di luce. Speriamo altri seguano.

Basta aspettare: il governo segua l'esempio USA e intervenga

(Intervista a Repubblica, a cura di Eugenio Occorsio – 4 agosto 2016)

“La situazione è così drammatica che non è più possibile perder tempo con soluzioni tampone caso per caso. Si rischia di andare all'infinito, ogni mese si apre una crisi. Servono decisioni forti, rapide e decisive. È il momento di un intervento statale per salvare le banche”. Per Luigi Zingales, economista della University of Chicago, non bastano momentanei picchi di mercato: “Il problema è così vasto e profondo che va risolto in modo definitivo. A mali estremi, estremi rimedi”.

Prima obiezione: Bruxelles?

“L'Europa blocca gli interventi selettivi, mirati, anticoncorrenziali. Qui va fatto un intervento di sistema, un'iniezione di capitale diffusa e massiccia in tutte le banche, anche quelle sane, che permetta di seppellire la questione delle sofferenze e riattivare il credito. I soldi potrebbero venire dal Fondo salva-Stati che intervenne in Spagna”.

Con pesanti cessioni di sovranità, però.

“La sovranità l'abbiamo già persa visto che dobbiamo contrattare ogni minima misura. Ma l'Europa nasce dall'idea di cedere sovranità: ci diciamo europeisti o no?”

Di quali cifre parliamo?

“Di 40-50 miliardi. Se non possiamo contabilizzarli come debito, intervenga la Cdp che da tale perimetro è fuori. L'esperienza americana è di guida. Il fondo Tarp da 800 miliardi creato dal ministro Paulson nel 2008, dapprima cercò di intervenire sui mutui subprime, l'equivalente delle nostre sofferenze, ma presto capì che era impossibile perché, come le sofferenze, era inestricabile la giungla delle garanzie, delle situazioni, insomma non si capiva il valore anche se i titoli erano già stati cartolarizzati. A maggior ragione il problema c'è in Italia dove le cartolarizzazioni bisogna farle ora: fatica a nascere un mercato di questi titoli perché non è chiara la qualità delle garanzie dietro le sofferenze. Negli Usa, si decise di intervenire direttamente nel capitale delle banche. E fu la soluzione della crisi”.

Quali le modalità d'intervento?

“Come in America si emettono delle “preferred shares”, diverse dalle nostre privilegiate, e si entra in proporzione nel capitale di tutte le banche. Le azioni recano una clausola di redimibilità a valore predefinito. Dopo un anno le banche sane ricomprano le “preferred” pagando gli interessi allo Stato, in quelle che non ce la fanno le azioni precedenti si azzerano e le “preferred” si trasformano in ordinarie. Questa sì che è un'operazione di mercato, la selezione la fa il mercato”.

Una nazionalizzazione bella e buona?

“Un investimento statale importante, probabilmente senza precedenti, nel settore bancario. A quel punto le banche sono abbastanza forti da poter riassorbire in bilancio le sofferenze”. Niente più Atlante e simili? “C'è un rischio in questi fondi perché subappaltano la riscossione dei crediti alle agenzie di recupero che spesso usano metodi odiosi, con pesanti conseguenze sul piano sociale e politico”.

Cosa Insegnano ad Atlante le Sofferenze del Banco di Napoli

(Sole 24 Ore 7.8.2016)

Il futuro dell'Italia sembra appeso a un numero: il valore delle sofferenze nei bilanci delle banche. Se valgono il 45% del valore del credito originario, come riportato in molti bilanci, le banche italiane sono solide, come afferma il Governo. Se valgono il 28%, come valutati dal piano di salvataggio di Monte Paschi, alcune banche rischiano di fallire. Se poi valgono il 17.6% (poi rettificato al 22.4%), come stabilito nell'intervento su Banca Etruria e le altre tre banche regionali, allora molte banche sono insolventi. Il motivo è che le banche hanno crediti in sofferenza per almeno 200 miliardi. Quindi la differenza di valutazioni tra il 22% e il 45% corrisponde a potenziali ulteriori perdite per 46 miliardi. Ma qual è il valore giusto?

Un numero "giusto" per tutti non esiste. Dipende da quanti di questi crediti hanno una garanzia reale, dove questa garanzia reale è localizzata (una casa a Roma contro un capannone a Vedelago), e quanto prudente è stata la concessione del credito (pari a 50% o a 90% del valore dell'immobile). Spesso neppure le banche che hanno concesso il credito hanno disponibili queste informazioni, tanto meno i potenziali investitori. La mancanza di informazione paralizza il mercato, peggiorando la situazione. Sarebbe utile avere un punto di riferimento. Ma quale?

Molti giornalisti e politici usano come riferimento l'esperienza delle sofferenze del Banco di Napoli. A fine del 1996, queste sofferenze erano state isolate in una "bad bank" (chiamata SGA) che, al 31 dicembre del 2015, aveva recuperato quasi il 90% del costo a cui erano state acquistate. Dobbiamo quindi concludere che le valutazioni correnti sono eccessivamente pessimistiche?

Per rispondere a questa domanda ho cercato di ricostruire la storia delle sofferenze del Banco di Napoli, grazie ad un interessante libro di Mariarosa Marchesano ("Miracolo Bad Bank") e ai bilanci della SGA gentilmente fornitimi dall'autrice. Innanzitutto, i debiti trasferiti dal Banco di Napoli alla bad bank erano stati già svalutati mediamente del 30%. In secondo luogo, non comprendevano solo sofferenze propriamente definite, ma anche debiti incagliati, debiti ristrutturati, e perfino partecipazioni azionarie in società controllate.

Se ci focalizziamo solo sulle sofferenze, dopo 20 anni è stato recuperato il 90.1% del prezzo pagato, per un valore pari al 55.8% del credito iniziale. Ma questo non tiene conto di due fattori: le spese sostenute e il tempo passato. Ipotizzando che metà della spese di gestione della SGA siano dovute alle sofferenze (che rappresentano circa metà dei crediti trasferiti), si trova che se la SGA avesse pagato le sofferenze al 28% del valore nominale avrebbe ottenuto un rendimento del 6.4% nell'arco del ventennio. Questo sembrerebbe confermare le valutazioni di Atlante.

Ma questa stima ignora tre fattori. Il primo è l'andamento del mercato immobiliare. Tra il 1997 e il 2008 i prezzi delle case (soprattutto in alcune città) sono aumentati enormemente. Difficile immaginarsi che questo possa accadere nei prossimi 10 anni. Secondo, questa stima non tiene conto della diversa politica del credito prevalente all'emissione di questi prestiti. Nei primi anni Novanta difficilmente un prestito raggiungeva il 50% del valore dell'immobile dato a garanzia. Negli anni recenti molte banche hanno prestato fino al 100%. Quindi – ceteris paribus – la percentuale di recupero per MPS è destinata ad essere inferiore a quella del Banco di Napoli. Infine, nel 1997 l'inflazione e i tassi di rendimento erano molto più elevati di quelli di oggi. Non è facile quantificare i primi due aspetti, ma è possibile farlo per il terzo. Se usiamo come premio per il rischio 500 punti base sopra i rendimenti dei titoli decennali del governo italiano, il valore atteso delle sofferenze del Banco di Napoli al 1 gennaio 1997 sarebbe stato pari a solo il 22% del nominale. Una pessima notizia per Atlante.

Le maggiori sorprese vengono dalla storia dei recuperi sui debiti incagliati (che oggi in Italia rappresentano altri 160 miliardi). Ma per scoprirle, dovrete aspettare la rubrica della prossima settimana.

Quante sofferenze si nascondono negli “incagli”?

(Sole 24 Ore 14.8.2016)

La settimana scorsa ho spiegato come il futuro dell'Italia dipenda dal valore delle sofferenze bancarie. In realtà, il problema non si limita alle sole sofferenze, ma anche ai cosiddetti incagli, oggi ridenominati “inadempienze probabili” (IP). La Banca d'Italia definisce le sofferenze come crediti la cui riscossione non è certa perché i soggetti debitori sono in stato di insolvenza o in situazioni equiparabili. Le IP rappresentano esposizioni nei confronti di soggetti in situazione di difficoltà obiettiva ma temporanea.

Anche in un mondo ideale, separare le sofferenze dalle IP è difficile. Se viene aperta una procedura fallimentare, non ci sono dubbi. Fino a quel momento, la tentazione di considerare come temporanea una difficoltà di pagamento è molto forte. Questa tentazione è aumentata dalle regole sugli accantonamenti. Una sofferenza richiede un accantonamento intorno al 60%, un'IP al 30%. La differenza è enorme. Prima dell'operazione con Atlante, Monte Paschi di Siena (MPS) aveva €27,7 miliardi di sofferenze lorde (in bilancio al 37% del valore nominale) e €16,9 miliardi di IP lorde (in bilancio al 71%). Per ogni miliardo di sofferenze che MPS riesce a classificare come IP evita accantonamenti (e quindi perdite) per €341 milioni. Quando la tentazione di piegare le regole è così forte, possiamo fidarci di questa classificazione?

Questa fiducia è fondamentale per valutare un piano di intervento per il sistema bancario italiano, perché oltre ai €200 miliardi di sofferenze ci sono €160 miliardi di IP. Se queste IP valgono il 40% invece dell'70% cui sono state iscritte a bilancio, il sistema bancario ha bisogno di €48 miliardi di capitale per ripianare le perdite su IP, cui si aggiungono alle decine di miliardi necessari per colmare le perdite sulle sofferenze. Come possiamo sapere se le IP sono sofferenze nascoste o sono veramente casi di temporanea illiquidità?

Un rapporto ispettivo di Banca d'Italia del luglio 2013 ci dice che quando furono esaminate €8,5 miliardi di IP (allora chiamate incagli), il 35% fu riclassificato come sofferenza, con un aumento degli accantonamenti dal 19% al 36% del valore iniziale. L'analisi era su un campione mirato, dove gli ispettori si aspettavano di trovare maggiori problemi, quindi non è necessariamente rappresentativo. Come possiamo stabilire un valore probabile?

Ancora una volta l'esperienza del Banco di Napoli ci può venire in aiuto. Poco prima di essere trasferiti alla “bad bank”, i crediti deteriorati furono ispezionati da Banca d'Italia. Le sofferenze furono raddoppiate, gli incagli triplicati. Ciononostante, Banca d'Italia non sembra essere stata troppo severa, anzi. Dopo 20 anni il valore delle sofferenze recuperate è stato di €2,6 miliardi, pari al 56% del valore nominale, mentre il valore delle IP recuperate di €1,7 miliardi, pari al 58% del valore nominale.

Ovviamente non conta solo la percentuale del recupero, ma anche il tempo e il costo. Dai dati di bilancio non è facile disaggregare il costo, ma quanto al tempo, dopo 9 anni le sofferenze avevano recuperato solo il 33% del valore iniziale, mentre le IP già il 51%. Se usiamo i valori realizzati dei tassi di interesse e delle quantità recuperate come previsioni, possiamo calcolare il valore di sofferenze ed IP al momento della creazione della bad bank. Con un premio per il rischio di 500 punti base, il valore delle sofferenze sarebbe stato del 22% del nominale e quello delle IP del 32%. A questi valori il MPS dovrebbe sopportare ulteriori €6,6 miliardi di svalutazioni e il sistema bancario italiano nel suo complesso avrebbe bisogno di €102 miliardi in più di capitale da raccogliere.

Come ho spiegato la settimana scorsa, l'esperienza della bad bank del Banco di Napoli non rispecchia necessariamente quello che capiterà ai crediti deteriorati oggi: ma è più facile che sbagli per ottimismo che per pessimismo. In ogni caso, mette in luce come il problema non sia solo MPS. È un problema sistemico, che il governo non può risolvere con interventi ad hoc.

Quel «tesoretto» della bad bank del Banco di Napoli

(Sole 24 Ore 21.8.2016)

Nelle scorse due settimane ho analizzato la lezione del Banco di Napoli per quanto riguarda il valore odierno di sofferenze ed incagli. C'è però una lezione ancora più importante e riguarda le recriminazioni sull'ingiusta sorte subita dalla più importante banca del Sud. Riecheggiano pari pari quelle che vengono oggi sollevate dagli azionisti e dai manager delle banche del Nord in difficoltà: non è vero che sono fallite, è colpa della eccessiva severità nelle valutazioni della Banca d'Italia o della BCE, è una manovra per colpire le industrie locali, etc. Nel caso del Banco di Napoli, queste teorie sembrerebbero trovare un suffragio nel "tesoretto" accumulato dalla SGA (la bad bank del Banco di Napoli), che a fine 2015 ammontava a ben 469 milioni di euro.

Se la SGA ha potuto accumulare questo tesoretto non significa forse che a suo tempo le attività del Banco di Napoli valevano di più di quanto stabilito dagli ispettori della Banca d'Italia? E se così fosse non significa che il Banco di Napoli – ed indirettamente il Sud – sono stati ingiustamente svantaggiati?

"Se la bad bank di una qualsiasi banca del nord – si chiede Mariarosa Marchesano (*), autrice del libro "Miracolo bad bank" – avesse avuto il successo della SGA e fosse titolare di una dotazione finanziaria di 500 milioni di euro, sarebbe altrettanto facile per il governo Renzi utilizzare questa ricchezza per salvare le banche del Sud in crisi?"

Tutte queste recriminazioni si fondano sull'ipotesi che le sofferenze e gli incagli del Banco di Napoli siano stati sottovalutati al momento della liquidazione del Banco e che questo valore sia poi riemerso nei lunghi anni della gestione della SGA. Se così fosse queste recriminazioni sarebbero fondate. Ma non è così.

Nel 1996 la SGA acquistò le sofferenze del Banco ad un prezzo del 62% del nominale e gli incagli ad un prezzo dell'85%. Usando il valore realizzato di queste sofferenze ed incagli, i miei calcoli (riportati nelle scorse settimane) valutano le prime al 22% e le seconde al 32%. La differenza rappresenta 3,4 miliardi di euro di buco. Come è possibile che la SGA abbia accumulato 469 milioni di euro di tesoretto?

La risposta è molto semplice: tra il 1997 e il 2002, la Banca d'Italia – attraverso il Banco di Napoli – ripianò le perdite della SGA per 3,7 miliardi di euro. Lo fece in base al D.M. 27/9/1974, anche noto come "decreto Sindona" perché utilizzato per la prima volta per salvare la Banca Privata Italiana dopo il crack. In sostanza, la Banca d'Italia prestava denaro al Banco di Napoli all'1% e il Banco guadagnava la differenza tra il tasso di mercato sui titoli di stato (che all'inizio del periodo era al 6,8%) e l'1% e usava quei soldi per ricapitalizzare la SGA. Si tratta di una specie di quantitative easing "ad bancam", che raggiunse a momenti valori molto elevati (12 miliardi di euro). Se la Banca d'Italia avesse acquistato quei titoli direttamente, a guadagnarci sarebbe stato il contribuente. Quei soldi sono quindi a tutti gli effetti un contributo statale. Lungi da essere un tesoretto emerso da un valore superiore alle attese dei crediti deteriorati, il surplus della SGA sono gli avanzi dei contributi statali per ripianare il buco del Banco di Napoli.

Un approfondimento a parte meritano le cause di questo buco. Fu colpa della gestione clientelare del democristiano Ferdinando Ventriglia o fu la crisi dell'economia meridionale dovuta dall'improvvisa interruzione dei contributi della Cassa del Mezzogiorno?

Questo legittimo dubbio non deve distrarre dal fatto che il buco ci fu e questo buco fu sottostimato, non accentuato, dalle valutazioni di Banca d'Italia. Restituire il "tesoretto" al Sud aggiungerebbe la beffa al danno. Quei soldi appartengono a tutti i diritti allo stato italiano e ha fatto bene il Ministro Padoan a riprenderli in nome della comunità. L'unico dubbio è perché si è aspettato tanto. Se non ci fosse stata una crisi bancaria, quei soldi sarebbero rimasti tra le pieghe di bilancio di Banca Intesa (che nel frattempo aveva comprato il Banco di Napoli), come un regalo del contribuente?

Atlante 2 non salverà le banche. Roma usi Cdp o chieda un intervento alla UE

(Intervista a *Quotidiano Nazionale*, a cura di *Claudia Cervini* - 13 Agosto 2016)

Con l'avvio di Atlante 2 le banche italiane possono stare più tranquille?
Risposta. Atlante 2 è una soluzione ingegnosa, ma utilizzabile in casi circoscritti (come Mps) e incorrendo in forti rischi.

Perché?

Il problema delle banche italiane sono le sofferenze (200 miliardi lordi): il nodo reale è capire quanto vengono valutati questi crediti. Di solito sono iscritti a bilancio al 45% del loro valore iniziale. Bene. Atlante 2 comprerà alcune sofferenze di Mps a un valore intorno al 28%. Il fatto è che non si sa quale sia adesso il loro valore di mercato. Il successo dell'operazione è quindi un'incognita.

L'esperienza della Sga impiegata per il recupero delle sofferenze del Banco di Napoli non fu così negativa.

Dopo 20 anni è stato recuperato il 90% circa del prezzo pagato per un valore pari al 55% del credito iniziale. Ma questo valore non tiene conto né delle spese sostenute per raggiungere l'obiettivo (da quelle di gestione alle spese legali) né del tempo trascorso. Quale tasso di interesse sconta questo ritardo? Un altro esempio. Banca d'Italia aveva attribuito alle sofferenze delle 4 banche fallite un valore del 22%. Se il valore reale delle sofferenze oggi è del 22% Atlante è una soluzione in perdita.

Posto che il valore reale di questi crediti ancora non si conosce, quale strada suggerisce?

Prendo a prestito l'esperienza statunitense del 2008: una situazione che ricorda quella dell'Europa di oggi. Nessuno conosceva il valore dei mutui subprime. Come primo tentativo si cercò di salvare il sistema bancario comprando questi mutui a un valore alto – stabilito a tavolino – per mantenere in vita il comparto. Ma fu impossibile creare un mercato omogeneo perché se il prezzo è alto si cerca di vendere le porcherie e di tenere i crediti migliori.

Quindi?

Si scelse di immettere capitali pubblici nel sistema bancario. L'operazione prevedeva l'emissione di azioni con un diritto per gli azionisti a riacquistare questi titoli a un prezzo predeterminato. I soldi pubblici fungevano come garanzia, ma se la banca non riusciva a riacquistarsi le azioni allora lo Stato, di diritto, ne diventava il padrone.

Le regole Ue non permettono all'Italia una simile mossa.

Ci sono due soluzioni. La prima: farlo attraverso la Cdp, che tecnicamente non rientra nel perimetro dello Stato. Si andrebbe incontro a probabili ricorsi Ue, ma intanto il problema verrebbe risolto. La seconda strada è a mio avviso la più efficace: bisogna rivolgersi all'Europa chiedendole un intervento diretto. Questa mossa comporta un costo politico, ma è l'unica efficace. In Spagna ricapitalizzarono così le banche, ricorrendo ai fondi europei.

Ma esiste davvero un rischio sistemico per l'Italia? Le banche (eccetto Mps) hanno superato gli stress test.

Gli stress test hanno riguardato solo gli istituti di maggiori dimensioni e hanno considerato in maniera marginale le sofferenze. Le banche più piccole sono in seria difficoltà.

L’Fmi ha raccomandato all’Italia una sorta di esame anche sulle piccole. Cosa ne pensa?
È un’ottima regola che però, in questo momento, farebbe emergere in modo ancora più chiaro i problemi dell’Italia. Serve prima una garanzia altrimenti si rischia di scatenare il panico.

Oggi un altro cruccio importante delle banche è la redditività.

Le banche italiane hanno un vantaggio: per tradizione fanno più prestiti all’economia reale. Prestiti che, coi tassi a zero, rendono ancora in termini di margini. Gli istituti solidi e capaci di fare credito selettivo cresceranno ancora e faranno profitti. Molte banche, invece, andranno chiuse e si assisterà a una forte riduzione del personale.

Banche: ogni mese in cui ritardiamo l'intervento sistemico è un mese di crescita buttato via

(Intervista a LINKIESTA.IT, a cura di Fabrizio Patti – 31 agosto 2016)

Parla l'economista dell'università Chicago Booth: «Mi auguro che l'operazione di Atlante su Mps riesca. Ma il rischio di una situazione destabilizzante è reale. A me sembra che si scherzi col fuoco. Sarebbe meglio un intervento pubblico diretto: se arrivasse la Troika sarebbe un bene»

Siamo ancora a rischio di implosione. Luigi Zingales, economista all'Università Chicago Booth, non usa giri di parole. Si augura che l'operazione di salvataggio di Mps, attraverso l'acquisto di Npl da parte del fondo Atlante 2, e poi attraverso una nuova ricapitalizzazione, finisca per avere successo. Ma i dubbi rimangono. Tanto che resta una convinzione: sarebbe stato meglio percorrere la via di un intervento diretto dello Stato nelle banche, a costo di andare incontro alla tutela dell'ex Troika. Che, più di danni al Paese, "farebbe pulizia nelle banche".

Professore, l'operazione di salvataggio di Mps è partita, ma è difficile. Si dovranno vendere sofferenze per 9 miliardi, di cui sei miliardi da collocare sul mercato con garanzia dello Stato, mentre Atlante 2 metterà sul piatto 1,6 miliardi. Poi bisognerà trovare i sottoscrittori di un aumento di capitale (sceso, secondo anticipazioni, da 5 a 3 miliardi di euro, ndr). La stampa economica nelle ultime settimane ha dato notizie positive sia riguardo al coinvolgimento di numerose banche nel consorzio di garanzia nell'aumento di capitale di Mps sia riguardo alla raccolta di fondi da parte di Atlante 2. Siamo di fronte a una svolta per la vicenda Mps o c'è un eccesso di ottimismo?

Io mi auguro che l'operazione riesca, perché se non riuscisse sarebbe una situazione molto destabilizzante. Io continuo ad avere dei dubbi, in particolar modo sulla volontà degli azionisti di entrare e mettere altri miliardi di euro, dopo quelli che sono stati buttati via con i precedenti aumenti di capitale. Il secondo dubbio riguarda le cosiddette sofferenze. Ricordiamoci che negli altri Paesi esiste un termine, non performing loans, ossia crediti deteriorati, che include sia le sofferenze sia quelli che una volta chiamavamo incagli e che oggi si chiamano inadempienze probabili o unlikely to pay. L'operazione Atlante 2 ha semplicemente sottratto dal bilancio di Mps le sofferenze definite in maniera ristretta. Rimane questa componente di inadempienze probabili: è grossa ed è valutata ancora ancora con numeri ottimistici. Il grosso rischio è che si nasconda un altro buco. Sarebbe devastante. Mi auguro che questi aspetti siano stati valutati seriamente e che l'operazione vada in porto. Dal mio punto di vista i rischi rimangono.

Quanto questa operazione si può definire "di mercato", come ha fatto Padoan?

Bisogna vedere cosa si intende per "di mercato". Ricordiamo il caso di Long Capital Management. Quando stava per fallire, la Federal Reserve chiuse in una stanza tutte le investment bank finché non si trovò una soluzione. Il giorno dopo Alan Greenspan (ex presidente della Fed, ndr) abbassò il tasso di sconto. Lei la chiama un'operazione di mercato? Io la chiamo operazione di sistema. Sicuramente non è una soluzione spontanea del mercato. Se lo fosse stata, non si capisce perché il presidente del Consiglio avrebbe dovuto incontrare tutte queste persone con tanta solerzia.

Qual è il rischio di queste operazioni, in termini di trasparenza?

Certamente ogni volta che il presidente del Consiglio si incontra con qualcuno, riguardo a un'operazione cosiddetta di mercato, c'è il rischio che ci siano delle assicurazioni, degli accordi, non chiaramente trasparenti. Il modo migliore è che il governo non si metta proprio in mezzo.

«Ogni mese in cui ritardiamo l'intervento sistemico, è un mese di crescita buttata via. A questo si aggiunge il rischio che la questione scappi di mano. Finora si è intervenuti all'ultimo giorno dell'ultima ora. A me sembra che si scherzi col fuoco»

È auspicabile che dopo Mps Atlante 2 intervenga anche sulle sofferenze di Vicenza e Veneto Banca, come abbiamo letto nei giorni scorsi?

Non è proprio un fatto banale. Da quello che mi risulta, le sofferenze delle due banche venete sono in bilancio a 45 centesimi per euro di valore nominale. Ricordiamo che la junior tranche che si sono ripresi gli azionisti di Mps è stata valutata zero e che le sofferenze di Mps sono state valutate 27 centesimi. Da 27 a 45 c'è un gap molto forte. Non so esattamente come intendano coprire questo gap.

Lei a luglio ha propugnato una soluzione diversa, con intervento diretto dello Stato nel capitale delle banche, sul modello del Tarp americano. Se la soluzione "di sistema" fallisse, sarebbe troppo tardi per un intervento come quello che lei ha proposto?

Ci sono due problemi. Il primo è che in questa fase di incertezza le banche continuano a non prestare e l'economia a non crescere. Ogni mese in cui ritardiamo l'intervento sistemico, è un mese di crescita buttata via. A questo si aggiunge il rischio che la questione scappi di mano. Finora si è intervenuti all'ultimo giorno dell'ultima ora e per fortuna c'è stata una calma notevole, gli italiani sono stati maturi non facendo una corsa agli sportelli. Non so fino a che punto possiamo giocare con la fortuna. A me sembra che si scherzi col fuoco.

Domanda del popolo: in sintesi, quando torneremo a poter avere dei mutui in banca per attività di impresa in una situazione di normalità?

È esattamente il punto a cui accennavo. Bisogna risolvere la crisi in una maniera radicale e sistemica. Finora si è scelto di farlo attraverso delle pezze e queste non cambiano la situazione. Nel momento in cui si cambierà pagina, le banche ricominceranno a dare i mutui. Oggi le banche ricapitalizzate sono ansiose di prestare i soldi, perché li prendono a prezzo zero, se le tengono alla Bce costa loro soldi, ci sono tutte le condizioni per prestare. Quello che manca è il capitale. Quindi la ricapitalizzazione diventa l'elemento essenziale perché questa politica monetaria abbia un effetto.

«Se il modello [di intervento della Troika] è quello della Spagna, mi sembra un modello di grande successo. Oggi la Spagna cresce a ritmi invidiabili. Se quello è il prezzo da pagare ben venga»

In caso di intervento pubblico (stile Tarp) lei ha ipotizzato che tale intervento seguisse due strade. La prima è l'intervento della Cdp come acquirente delle azioni delle banche. La seconda, è l'intervento dell'Europa. Dovremmo quindi affidarci alla ex Troika?

Sì.

Quale sarebbe il costo politico? Ci dobbiamo aspettare un intervento come quello che abbiamo visto da parte della Troika, se non in Grecia almeno in Spagna o in Irlanda?

Se il modello è quello della Spagna, mi sembra un modello di successo. Oggi la Spagna cresce a ritmi invidiabili. Se quello è il prezzo da pagare ben venga.

Quali misure sarebbero imposte all'Italia a suo parere?

Se io fossi dalla parte del Fmi, quello che chiederei come condizione sarebbe una pulizia dei vertici delle varie banche. Cosa che in parte si sta facendo, in parte non si sta facendo. Sicuramente il costo sarebbe elevato per i banchieri, non penso sarebbe elevato per il Paese.

Pensa che la riforma del lavoro e delle pensioni, che abbiamo già fatto, eviterebbe che fossero chieste altre riforme strutturali?

Se le riforme strutturali facessero migliorare il processo di collocamento, sarebbero benvenute. Lo possiamo fare anche senza il bisogno della Troika, non mi sembra che sia una tragedia. Inoltre il Fmi ultimamente si è dimostrato molto più aperto della Germania, ben venga quindi un Fondo monetario internazionale che ci supervisioni.

«Nel lungo periodo l'unione monetaria non funziona se non c'è una qualche forma di redistribuzione fiscale. Allora, discutiamo di quale forma ma non se questa redistribuzione fiscale debba esistere. A me sembra che la via meno coinvolgente e la meno politicamente difficile sia quella di avere una assicurazione comune sulla disoccupazione»

A proposito di Europa, lei in un recente articolo sembra aver sposato, almeno sul piano della teoria economica, l'idea di un euro a due velocità. I vertici a cui ha partecipato Angela Merkel nelle scorse settimane, uno a Ventotene con Italia e Francia e uno a Varsavia con Polonia, Ungheria, Repubblica Ceca e Slovacchia, hanno dato l'idea di un'Europa che potrà trovare dei compromessi o un'Europa destinata sempre più a dividersi in due?

Merkel è molto brava a gestire l'esistente. Ma guardiamo la prospettiva di lungo periodo. Nel lungo periodo l'unione monetaria non funziona se non c'è una qualche forma di redistribuzione fiscale. Allora, discutiamo di quale forma ma non se questa redistribuzione fiscale debba esistere. Se mettiamo in dubbio che esista, mettiamo in dubbio la moneta unica. A me sembra che la via meno coinvolgente e la meno politicamente difficile sia quella di avere una assicurazione comune sulla disoccupazione. Se la Germania non vuole questa misura, ci dica cosa vuole. Se la risposta è "nulla", allora dobbiamo trarne le conseguenze.

Un'Italia in un euro di seconda fascia avrebbe solo vantaggi, considerata la sua grande diversità interna tra Nord e Sud?

Dunque: che la flessibilità dei cambi abbia dei vantaggi non c'è dubbio. Il problema vero è duplice. Il primo è che abbiamo dato via questa flessibilità per avere dei tassi di interesse più bassi sul debito. Quindi dobbiamo porci la domanda di cosa succederebbe al costo al debito, una volta ottenuta la flessibilità dei cambi. Il secondo è che se domani l'Italia uscisse in maniera unilaterale dall'euro sarebbe una catastrofe. Quindi l'idea dei due euro, che ho proposto già nel 2010, è un modo più soft per uscire dall'euro senza creare un patatrac. Ma questo richiede la partecipazione della Germania. Un divorzio consensuale fa sempre meno danni di uno unilaterale.

La garanzia unica sui depositi potrebbe essere un modo per integrare maggiormente l'economia europea. Come sappiamo, però, la Germania intende rimandarla, per mancanza di fiducia di Paesi che tendono a creare problemi di stabilità come l'Italia. La Germania dovrebbe rischiare di più su questo fronte?

Date le condizioni a cui questa garanzia è stata introdotta, il rischio è minimo. In più la Germania si era impegnata a farlo nel 2012. Quindi sta rinnegando la promessa.

Ma l'Italia dovrebbe prendere in considerazione misure come l'abbassamento della quota di titoli di Stato detenuti dalle banche italiane, chiesto da Jens Weidmann, il governatore della Bundesbank?

No. I tedeschi usano un argomento che ha una validità. Il problema è che questa non è una novità. C'era anche nel momento in cui hanno firmato un accordo che prevedeva l'unione bancaria. Il fatto che lo tirino fuori dopo ricorda la storia di Bertoldo: condannato a morte per impiccagione, chiede come ultimo desiderio di scegliere l'albero a cui farsi impiccare. Naturalmente non trova mai quello giusto. Se uno non vuole una cosa trova sempre delle scuse. Questo mi pare sia l'atteggiamento tedesco: ha delle scuse anche ragionevoli, ma c'è di fondo una non volontà di una condivisione del rischio. Quello che farei io, come Italia, sarebbe di dire: "Non volete l'unione bancaria? Benissimo, facciamo l'assicurazione sulla disoccupazione", che per me è più importante ancora.

Ci vorrebbe un trattato ad hoc.

Certamente. Ricordiamoci quello che disse Prodi nel 2001: "Per come è stato creato, l'euro non è sostenibile. Verrà una crisi e da questa crisi nasceranno le istituzioni politiche per sostenerlo". Se però non le facciamo nascere, perché diciamo che non sono nei trattati, dobbiamo dichiarare che l'euro è morto.

«Ricordiamoci quello che disse Prodi nel 2001: “Per come è stato creato, l'euro non è sostenibile. Verrà una crisi e da questa crisi nasceranno le istituzioni politiche per sostenerlo”»

Torniamo in Italia. Dopo il terremoto è stato detto molte volte che la prevenzione sismica sarebbe la grande opera che serve all'Italia. È un ragionamento che la convince?

Che l'Italia debba investire moltissimo nel patrimonio, sia di arte che naturale che ha disposizione, è condivisibile. Il problema è come investire. Guardiamo la scuola di Amatrice, dove abbiamo fatto un intervento pochi anni fa e non è servito a nulla. Ritorniamo a uno dei problemi fondamentali dell'Italia: come fare della spesa in maniera seria e non corrotta.

Prima del terremoto si erano già sprecate le indiscrezioni sulla manovra 2017. Ci sono state uscite da parte degli esponenti del governo, che si sono anche divisi. Il sottosegretario Zanetti ha detto che il governo avrebbe puntato tutto sulle misure per far crescere gli investimenti e altri come il ministro del Lavoro Poletti che le misure per investimenti e per le fasce deboli della popolazione non possono andare divise. Come la vede?

Le due cose sono sicuramente legate. Il rischio maggiore è che stimolare i consumi significa stimolare i consumi di prodotti stranieri senza stimolare la crescita italiana. La difficoltà è che però stimolare gli investimenti non è facile. Il modo migliore sarebbe quello di ridurre in maniera credibile la tassazione sulle imprese in Italia. Questa è l'unica cosa che si possa fare per aumentare gli investimenti.

«Per aumentare gli investimenti in Italia c'è bisogno di rendere più attraente il fare business in Italia. Il modo migliore per farlo è ridurre l'imposizione sulle società»

Una delle misure di cui si è discusso, sul lato dei consumi, riguardava una quattordicesima per i pensionati. È possibile immaginare una manovra che prescindendo da interventi simili che agiscono sul lato dei consumi?

La cosa importante è che qualsiasi cosa venga fatta sia un intervento permanente e non transitorio. La gente è più furba dei governi: se c'è un aumento una tantum, si rende conto che è così e non spende. Lo stesso vale per i sussidi alle imprese: le riduzioni temporanee valgono il tempo che trovano. Bisogna trovare una formula che abbia una sua credibilità nel lungo periodo.

L'Italia vorrebbe fare una manovra da 25-30 miliardi, chiedendo di sfiorare il deficit. Fa bene o male l'Italia a chiedere di superare i limiti del fiscal compact in questa fase? È una strada corretta o siamo in una fase in cui è il caso di tagliare in maniera più consistente la spesa pubblica?

Le due cose non sono in contraddizione. Se si riuscisse a ridurre gli sprechi della spesa pubblica e ad abbassare le imposte in maniera permanente, questa sarebbe la soluzione ideale. Come raggiungerla? Sappiamo che tagliare la spesa non è facile. Vuol dire tagliare degli interessi molto forti. E tanto più la spesa è improduttiva, tanto più sono forti questi interessi, perché la spesa completamente sprecata è quella che diventa una rendita per chi la riceve. Politicamente è difficile fare tutto questo. A me pareva che inizialmente Renzi avesse avuto un'ottima idea, che era quella di ridurre le imposte a una sola categoria, con i famosi 80 euro, e poi tagliare la spesa improduttiva per rendere permanente questo cambio. Mi pare che il taglio di spesa non sia seguito. C'è comunque un secondo punto da ricordare.

Prego.

Per aumentare gli investimenti in Italia c'è bisogno di rendere più attraente il fare business in Italia. Il modo migliore per farlo è ridurre l'imposizione sulle società.

Quale soluzione per il Monte Paschi?

(Sole 24 Ore – 4 settembre 2016)

Mercoledì il Sole ha riportato per primo la notizia che l'aumento di capitale del Monte dei Paschi potrebbe essere di "solo" 3 miliardi di euro perché gli altri due verrebbero dalla conversione volontaria dei subordinati nelle mani degli investitori internazionali. Ieri da Cernobbio sono arrivate conferme in questo senso. Come potrebbe svilupparsi questa soluzione?

In circolazione ci sono 4,9 miliardi di euro di subordinati MPS, di cui 638 milioni in scadenza entro ottobre (difficile immaginare che gli investitori convertano questi) e 2,161 miliardi nelle mani di clienti retail. Quindi il bail-in volontario (perché di questo si tratterebbe) sarebbe possibile solo su 2,1 miliardi di euro. La maggior parte di questi è a tasso fisso tra il 5% e il 7%. Perché mai un investitore istituzionale dovrebbe scegliere volontariamente la conversione?

Un'ipotesi è che i "volontari" siano attirati da un rapporto di conversione molto conveniente. Il ragionamento filerebbe se non ci fosse un successivo aumento di capitale, che rischia di annullare qualsiasi beneficio. Far riuscire l'aumento, il consorzio di collocamento farà di tutto per rendere le nuove azioni attraenti, riducendo il prezzo delle azioni esistenti, ivi incluse quelle appena convertite. Quindi se l'aumento di capitale riesce, chi ha convertito si trova azioni molto diluite che non pagano alcun dividendo, mentre chi non lo ha fatto mantiene dei titoli che rendono tra il 5 e il 7%. Se l'aumento non riesce, ci sarà il bail-in: il valore delle azioni sarà azzerato e i subordinati saranno convertiti forzatamente in azioni. Ovvero chi ha convertito prima perde tutto, chi ha aspettato non può fare peggio e nel frattempo ha accumulato interessi.

La conversione non sarebbe conveniente anche se chi converte oggi ricevesse la garanzia di essere trattato come gli altri subordinati in caso di bail-in: perderebbe comunque gli interessi elevati nel frattempo. Ma se è così, chi mai convertirà volontariamente?

Una possibilità è che il governo offra a coloro che convertono dei vantaggi speciali. Ma ciò sarebbe in totale contrasto con le direttive europee sugli aiuti di stato. L'alternativa è un appello patriottico: dovete convertire per salvare l'Italia. Ma gli investitori istituzionali che detengono i subordinati devono rispondere ai propri azionisti (molti dei quali non sono neppure italiani). Se dovessero rinunciare a parte del valore dei loro titoli per fare un favore al sistema Italia, con tutta probabilità sarebbero oggetto di cause legali da parte dei loro azionisti. Ognuno ha il diritto di donare i propri soldi, ma non quelli altrui. L'ipotesi della conversione volontaria fa sospettare che la realtà sia ben diversa: il mercato non è disponibile ad investire 5 miliardi di euro in MPS. Che si può fare?

Se il governo non vuole perseguire la soluzione sistemica – auspicata già da tempo **in questa rubrica** – l'unica alternativa è un **bail-in modificato**. **In ballo ci sono 2,1 miliardi di euro di titoli subordinati venduti alla clientela retail (il taglio medio era stato ridotto a mille euro proprio per attirare i piccoli risparmiatori)**. Questi investitori, però, hanno goduto di un tasso maggiorato (+2.5% sull'Euribor a 6 mesi) per 8 anni. Se il Governo vuole proteggerli, ma non premiarli, dovrebbe riacquistare i loro titoli ad un prezzo che annulla il beneficio in termini di extra rendimento ricevuto. Questo valore è pari all'80% del prezzo di emissione.

Dopo il riacquisto dei subordinati in mano alla clientela retail, il bail-in dei rimanenti subordinati sarebbe sacrosanto e fornirebbe complessivamente 4,2 miliardi di equity alla banca senese. Se poi fosse necessario, sarebbe relativamente facile, con una banca ripulita dai subordinati, raccogliere un paio di miliardi di equity attraverso un'emissione azionaria.

Investendo 1,68 miliardi di euro (0.8X2.1), il governo sarebbe in grado di rimettere in piedi il Monte dei Paschi. Perché non farlo? Non si dica che ce lo impedisce l'Europa. A Bruxelles (e Berlino) preferirebbero di gran lunga questa soluzione, che salverebbe il principio del bail-in, a qualsiasi altra soluzione pasticciata.

MPS: Convertire o non Convertire, Questo è il Problema

(Sole 24 Ore - 27 novembre 2016)

Giovedì [24 Novembre] l'assemblea di Monte Paschi ha approvato l'aumento di capitale da 5 miliardi, il primo tassello del piano di salvataggio della banca senese. Il secondo riguarda la conversione volontaria dei titoli subordinati in azioni Mps, che si apre domani. Ai detentori di subordinati viene offerto un ammontare in euro pari al valore nominale del loro titolo. Ma dovranno reinvestire questi soldi in azioni Mps, al prezzo a cui sottoscriveranno i nuovi azionisti. In apparenza sembra un'ottima offerta. Se nell'aumento di capitale i detentori di subordinati convertiti sono trattati alla pari dei nuovi investitori, che volontariamente investono denaro fresco, è come se quando convertono ricevessero il valore nominale dei loro titoli in azioni Mps. Dato che sul mercato i subordinati scambiano al 60% del nominale, dobbiamo concludere che chi li compra oggi e converte guadagna il 167% (=100/60) in pochi giorni?

Non necessariamente. Innanzitutto l'operazione può fallire e il compratore si troverebbe dei titoli da un valore incerto. In secondo luogo, siamo in Italia e le azioni non si contano ma si pesano. Il fatto che un azionista sia disposto a pagare 50 cent ad azione per una quota di controllo non significa che per gli azionisti di minoranza le azioni valgano quella cifra. Proprio per questo, la convenienza dell'operazione dipende dalla dimensione di un investitore.

Un piccolo investitore, che detiene così pochi titoli da essere ininfluenza sul risultato finale dell'operazione, deve considerare solo due possibili scenari. Il primo è che l'intera operazione si concluda con successo. Se non ha aderito all'offerta si trova in mano dei titoli subordinati in una banca molto più solida, titoli che avranno un valore di mercato vicino al nominale. Se invece ha aderito, si trova lo stesso ammontare in azioni Mps, che molto probabilmente scambieranno con uno sconto rispetto al valore di sottoscrizione dei grandi investitori, ovvero con un 20-30% in meno. Quindi se il piccolo investitore si aspetta che l'offerta riesca, non ha interesse ad aderirvi. Nel caso in cui si aspetta fallisca, aderirvi o meno è irrilevante, perché la conversione non avrà luogo. Ergo all'investitore che detiene pochi titoli conviene non aderire all'offerta di conversione, indipendentemente dalle sue aspettative sulla riuscita dell'operazione.

Diverso è il discorso per un investitore con una quota rilevante di subordinati (come ad esempio Generali), che può determinare col suo comportamento la riuscita dell'offerta. In questo caso la decisione sul da farsi dipende dalle aspettative su cosa succederà se l'operazione fallisce.

Se ci si aspetta che il Governo intervenga per evitare il bail-in di Mps, allora conviene non aderire all'offerta, perché i creditori subordinati recupereranno tutti i loro soldi, scenario improbabile in caso di conversione. Se invece non ci si aspetta alcun intervento governativo e scatta il bail-in, la decisione dipende dalle aspettative sul bail-in. Se il bail-in avviene in modo rapido ed è solo una trasformazione dei subordinati in titoli azionari, conviene non aderire all'offerta. In una conversione volontaria (e quindi non totale) i subordinati che convertono fanno un favore a quelli che non convertono, perché aumentano il capitale sociale che fa da garanzia al debito. Quindi è preferibile avere un titolo azionario dopo un bail-in che forza tutti a convertire, che averlo dopo un bail-in volontario, dove alcuni non convertono.

Se invece ci si aspetta che il bail-in distrugga valore, allora un grande investitore potrebbe preferire una conversione costosa ad un disastro totale. Ma la distruzione di valore deve essere superiore ai 448 milioni di commissioni che Mps dovrà pagare a JP Morgan se l'operazione riesce, perché altrimenti il bail-in rimane vantaggioso. Sono veramente così alti i costi del bail-in? Se non lo sono, perché in molti si aspettano una riuscita dell'operazione?

Perché – come già più volte hanno evidenziato questo [Il Sole 24Ore] e altri giornali – il Governo è in grado di offrire dei benefici aggiuntivi ai grandi investitori. La credibilità di questo conguaglio, però, dipende in modo cruciale dalla sopravvivenza del governo. Se dovesse cadere dopo il referendum costituzionale, la promessa potrebbe non valere più, da qui lo stretto legame tra vittoria del sì e successo dell'operazione Mps. Perché ci ostiniamo a chiamarla "operazione di mercato"?

MPS, come evitare un altro scandalo

(Sole 24 Ore – 11 dicembre 2016)

Anche se la notizia non è ancora ufficiale, le principali agenzie internazionali la riportano come un fatto certo: la Banca Centrale Europea (Bce) ha rifiutato l'estensione di 20 giorni del termine entro il quale Mps deve aver completato la ricapitalizzazione di 5 miliardi. La decisione era largamente prevedibile. Mps ha avuto 5 mesi di tempo per realizzare questa operazione. Se non c'è riuscito in 5 mesi, cosa potranno 20 giorni in più? È vero che la crisi di governo non ha aiutato la situazione, ma neppure prima c'era la ressa per investire. Quella che fin dall'inizio sembrava una missione impossibile, si è rivelata tale.

Ma la BCE ha un altro motivo per non rimandare. Il 31 dicembre finirà la sua ispezione dei crediti "in bonis", ovvero dei prestiti a debitori solventi. Si tratta di un'ispezione di routine, ma il risultato potrebbe essere tutto tranne che routinario. Molte banche, quando sono in crisi, applicano la tecnica di estendere il credito, magari aumentando il fido, per coprire le difficoltà finanziarie del cliente. Nel mondo bancario questa pratica ha addirittura un nome: evergreening. Difficile pensare che una banca in crisi da anni, come Mps, non lo abbia praticato almeno un po'. La domanda inquietante è quanto. La risposta verrà a gennaio e potrebbe aprire un altro buco nei conti: una buona ragione per non rimandare la ricapitalizzazione.

La domanda stessa alla Bce sembra essere una tattica politica. La vittoria del No al referendum non era una sorpresa: dall'inizio di settembre era in vantaggio nei sondaggi. Come è possibile che Mps non abbia preparato un piano B? E se questo piano B prevedeva un rinvio della decisione, possibile che Mps ed il governo non abbiano preventivamente sondato la Bce sulle sue intenzioni? Mi rifiuto di credere che entrambe queste mosse non siano state fatte, sarebbe un segnale sulla qualità della nostra classe dirigente ben più preoccupante della crisi del Mps.

L'unica ragionevole spiegazione è che questa domanda di rinvio sia stata fatta sapendo che sarebbe stata rigettata, solo per scaricare sulla Bce la responsabilità del bail-in delle obbligazioni subordinate, che verranno trasformate in azioni. Rimane da capire in che termini avverrà questo bail-in: in particolare come verranno tutelati gli investitori al dettaglio a cui questi subordinati sono stati venduti senza spiegazioni adeguate.

Ci sono due modi per ovviare a quest'errore. Il primo è che lo Stato si compri sul mercato tutta l'emissione che era stata venduta alla clientela retail. Rimane da stabilire il prezzo, che non deve essere necessariamente il 100% del valore facciale. Vista l'alternativa, i risparmiatori accetterebbero di buon grado anche un valore pari all'80%. Ma rimane il rischio di cause per il 20% mancante. Quindi è facile che l'offerta avvenga al valore nominale. Questo significa un esborso per lo Stato intorno ai due miliardi (il costo è inferiore perché lo Stato riceverebbe in cambio le azioni ottenute dalla conversione dei subordinati). L'alternativa è rimborsare gli investitori retail dopo la conversione dei subordinati e in cambio della cessione delle azioni in cui questi subordinati saranno convertiti.

Questo secondo metodo ha due vantaggi. Il primo è la rapidità. Per quanto veloce, un'offerta pubblica di acquisto richiede tempi tecnici (permesso della Consob, periodo di offerta, ecc.). Con le feste imminenti, difficilmente il tutto potrebbe essere completato entro la fine dell'anno. La seconda è che in un'offerta pubblica è difficile (se non legalmente impossibile) discriminare in base all'identità del venditore, mentre in un rimborso lo è. Questo significa che in un'offerta pubblica anche tutti gli hedge fund che hanno comprato in questi mesi i titoli dagli investitori individuali si troverebbero a beneficiare dell'acquisto al nominale, realizzando guadagni da favola. Nel caso del rimborso, invece, sarebbe relativamente facile limitarlo agli investitori retail che hanno comprato originariamente e detenuto in portafoglio il subordinato. Non so quanto sia il risparmio, ma penso possa facilmente arrivare a centinaia di milioni.

Molti hedge fund che hanno comprato negli ultimi mesi e stanno facendo lobbying sul governo affinché si segua la prima strada. Se il governo cedesse alle pressioni, sarebbe uno scandalo.

Monte dei Paschi: i doveri dello Stato Azionista

(Sole 24 Ore – 24 dicembre 2016)

Ella fine... paga Pantalone. Uno Stato che fatica a trovare i soldi per pagare i suoi debiti con le imprese, per restaurare le scuole pericolanti, per finanziare la ricerca stanziando la bellezza di 20 miliardi per salvare le banche. E come se non bastasse, per salvare Monte Paschi, il simbolo del clientelismo politico se non massonico. Come è possibile? Se da un lato c'è chi si domanda se fosse proprio necessario, dall'altro c'è chi si preoccupa se i propri risparmi siano sicuri.

Sono domande più che legittime, cui i cittadini faticano a dare una risposta, frastornati da notizie contraddittorie, soffocate dalla polemica politica. Per questo è utile mettere l'attuale situazione italiana in un contesto storico.

Le banche, per loro costituzione, sono istituzioni fragili: prendono a prestito a brevissimo termine (depositi) e prestano a lungo. Questa trasformazione delle scadenze le espone al rischio di una corsa agli sportelli. Questo rischio può essere eliminato proibendo alle banche di fare credito a medio-lungo termine o estendendo una garanzia statale sui depositi. La prima strada (seguita in Italia dopo la riforma del 1936) ha un costo: riduce il credito all'economia. La seconda strada ha il costo di ridurre gli incentivi dei banchieri a prestare in modo oculato.

Proprio per evitare questo rischio l'Europa ha creato il famigerato meccanismo di bail-in. I depositi sono protetti solo fino a 100mila euro. In caso di insolvenza di una banca, prima che lo Stato possa intervenire, gli obbligazionisti e i depositanti con più di 100mila euro devono subire delle perdite fino a un massimo dell'8% dell'attivo di una banca. Queste regole sono state introdotte proprio a difesa dei contribuenti, per evitare che i banchieri abusino della garanzia statale.

Le stesse regole europee, però, riconoscono il rischio di una crisi sistemica. Quando in difficoltà non è una sola banca, ma tutta l'economia, il concetto di solvibilità di una banca diventa scivoloso. Immobili che valgono 100 in condizioni normali, sono venduti a 50 quando tutte le banche sono in crisi. Ma se prendiamo a riferimento il valore di 50, tutte le banche diventano insolventi. Proprio per evitare questo circolo vizioso, la direttiva europea (la Brrd) prevede un'eccezione al bail-in in caso di crisi sistemica: la ricapitalizzazione preventiva. Perché questa avvenga, la banca deve essere considerata solvente almeno nel caso base degli stress test della Banca centrale europea. L'unica condizione (oltre alla determinazione che si tratti di una crisi sistemica) è la conversione dei crediti subordinati.

Questo è quello che avverrà nel caso di Mps. Invocare il bail-in, come ha fatto il presidente dell'Eurogruppo Jeroen Dijsselbloem, è non solo sbagliato, ma veramente pericoloso. Per colpa delle resistenze tedesche, non esiste in Europa una vera assicurazione sui depositi. Quindi, se si diffondesse in Italia il timore che anche i depositi possano essere decurtati, la corsa agli sportelli sarebbe inevitabile, con conseguenze catastrofiche.

Lungi dall'essere una nazionalizzazione (in cui lo Stato vuole sostituirsi al privato), la ricapitalizzazione preventiva è un modo in cui lo Stato interviene a sostegno dell'economia privata. Rimane però il fatto che lo Stato diventa azionista e che intervenendo può favorire arbitrariamente l'una o l'altra parte. Per questo l'opposizione non va fatta all'idea dell'intervento – senza di esso i rischi per i depositanti potrebbero essere enormi – ma al modo in cui sembra essere stato congegnato.

Il primo punto è quale sarà il ruolo dello Stato come azionista. Che la crisi bancaria sia sistemica, non significa che i banchieri non abbiano colpa: significa solo che in Italia il marciame era diffuso. Proprio per questo l'intervento dello Stato non deve essere un colpo di spugna. Le imprese private tendono a guardare avanti: spesso il costo di individuare i colpevoli eccede i benefici. Non è così per lo Stato: scoprire e punire gli eventuali colpevoli non risponde solo alla giustificata rabbia popolare, è un principio

fondamentale dello Stato di diritto.

Per cominciare, l'azionista-Stato dovrebbe pubblicare la lista dei primi cento debitori insolventi di Mps, facendo – se necessaria – un'eccezione per decreto alla legge sulla privacy. In secondo luogo l'azionista-Stato dovrebbe promuovere una vera e propria commissione di inchiesta interna, che faccia luce sulle cause del dissesto. Per rendere questa inchiesta possibile, lo Stato dovrebbe introdurre immediatamente il reato di "ostacolo alla giustizia" per tutti coloro che distruggono o occultano dati relativi a tutte le banche. Per finire, l'azionista-Stato dovrebbe imporre un cambio ai vertici, che non solo non hanno raggiunto lo scopo per cui erano stati nominati, ma appaiano troppo compromessi con la storia passata.

Il secondo punto riguarda le forme di intervento, che in tutta probabilità avverrà in due fasi: la conversione delle obbligazioni subordinate in azioni e il rimborso per i clienti retail a cui erano stati venduti i titoli subordinati. Dal sito del ministero apprendiamo che la fase uno avverrà attribuendo ad alcuni titoli (più esposti e detenuti da istituzionali) un valore del 75%, mentre agli altri del 100%. E fin qui sembra logico. Si apprende poi che le azioni convertite verranno riacquistate dal Governo per indennizzare i clienti retail. Non è chiaro come questo venga fatto. In particolar modo se i "rimborsati" saranno solo i clienti retail che hanno originariamente comprato e detenuto fino a oggi i subordinati, o tutti i possessori dei 2,1 miliardi di subordinati venduti alla clientela retail. Nel secondo caso i beneficiari sarebbero anche gli hedge fund che hanno comprato negli ultimi mesi. Va bene che siamo a Natale, ma regalare i soldi pubblici agli hedge fund, mi sembra fuori luogo. Se poi si scoprisse che questi hedge fund sono legati in qualche modo al governo, ci sarebbe il rischio di una rivoluzione, a cui mi assocerei io per primo.

Monte Paschi: sì all'intervento statale, ma è necessaria una commissione d'inchiesta sulle banche

(Intervista al Corriere Fiorentino, a cura di Marzio Fatucchi – 24 dicembre 2016)

Subito dopo il decreto per gli aiuti di Stato a Mps, il presidente dell'Eurogruppo Jeroen Dijsselbloem ha fatto sapere che prima del salvataggio pubblico varato ieri dal Governo, deve scattare il meccanismo del «bail-in» per la banca. Una misura molto più pesante per azionisti e risparmiatori.

«Quando una banca è solvente secondo gli ultimi criteri decisi dalla Bce, e Mps si trova in questa situazione, lo Stato può intervenire imponendo la conversione dei subordinati solo in caso di crisi sistemica. Non ci sono dubbi che l'Italia sia in tale crisi. Non credo l'Europa voglia discutere su questo aspetto. Io credo che sia un gioco delle parti di fronte ad una "prima volta" nell'applicazione della nuova direttiva sulle banche: la Bce e l'Eurogruppo forse non vogliono essere accusati, un domani, di aver "ceduto su tutto la linea". Ma stanno scherzando col fuoco: se c'è un motivo per andare alla guerra con l'Europa, questo è uno, non certo per un punto di flessibilità. Anche se l'aver aspettato ad intervenire su Monte dei Paschi, non è stata una buona cosa».

Lei da tempo è a favore dell'intervento di Stato...

«Praticamente scrivo lo stesso articolo da un anno!».

Non è stato un errore aspettare così tanto?

«La mia paura è che sia troppo tardi e troppo poco, non tanto per Banca Mps ma per il sistema bancario italiano. Durante questo periodo la crescita è mancata: negli ultimi sei mesi a Mps avevano altre preoccupazioni e così, non solo a Siena, la condizione è peggiorata. Purtroppo siamo agli inizi di una situazione che rasenta il panico, come dimostra la perdita dei depositi vista a Mps. Esiste il rischio che una gestione non perfetta di questa crisi possa creare incertezze in altre banche. Spero che non succeda, e dobbiamo anche noi della comunicazione essere corretti: questo non è un "bail in", non sono a rischio depositi e conto correnti. Purtroppo gli italiani si lasciano prendere dal panico facilmente quando si parla di banche. E, ultimo aspetto, la situazione di incertezza porta poi dubbi su tutto. Perché sappiamo che la Bce avrà una revisione del portafoglio "in bonis" di Mps, e mi aspetto altri problemi da qui».

Teme che 5 miliardi di aiuti di Stato non siano sufficienti?

«Non so niente di specifico, ragiono sulla storia e sulle abitudini, in tanti Paesi. Le banche, quando c'è una crisi bancaria, fanno under-provisioning, tendono a mettere meno soldi da parte per i crediti inesigibili».

Cioè si post-pongono i pagamenti o si consentono dilazionamenti?

«Sì, con sistemi come extend and pretend (estendi il credito ndr) e evergreening (crediti rinnovati a condizioni vantaggiose, dando liquidità per pagare interessi precedenti ndr). Attenzione, in alcuni casi è giusto fare così per evitare il default delle imprese. Queste però sono scelte discrezionali: e il rischio che ci siano problemi di questo tipo emerge in tutte le banche a lungo in crisis».

Da quando il Monte è in crisi, da Siena sono passati alcuni tra i manager considerati migliori nel settore: perché non sono riusciti a farla uscire dal tunnel?

«Cambiare una cultura radicata è molto difficile, non basta un solo manager. E poi, in un momento di carenza di capitale, anche il banchiere più esperto non vuole far risultare

troppe perdite, altrimenti la banca salta. Non so se è il problema di Mps, ma è pratica diffusa, soprattutto in Italia, dove non c'è cultura delle regole e dei numeri».

E quale è il rischio?

«Che dopo questo intervento massiccio, lo Stato debba tornare con altri soldi. E sarebbe devastante, dal punto di vista economico e politico».

Ecco, la politica. Un anno fa l'ex presidente del Consiglio Renzi diceva che il sistema bancario era sano. Forse era un modo per evitare di parlare di banche diventate, dopo il caso Etruria, un tallone di Achille per il governo.

«Un presidente del Consiglio o un governatore di BankItalia non possono seminare panico, devono tranquillizzare. Certo, dovrebbero tranquillizzare con fatti concreti e non con la fantasia. Il vero problema non sono le espressioni (alcune infelici, come quella di Renzi che disse "ottimo affare comprare Mps", che un presidente del Consiglio non deve proprio usare) ma le scelte fatte, gli atti concreti».

Lei, da sempre liberale e liberista, è per la nazionalizzazione. Come il "comunista democratico" Enrico Rossi e il M5S. Chi è fuori posto?

«La gente del XXI secolo non è così divisa tra destra e sinistra come un tempo».

In tanti hanno chiesto di sapere chi sono i cento principali debitori del Monte dei Paschi che non hanno reso soldi e che hanno rischiato di far «saltare» la banca. Sarebbe giusto saperlo?

«Sacrosanto: se il governo fa l'errore di immettere questi soldi sulle banche senza far partire una commissione d'inchiesta, fa un regalo al M5S. La vittoria di Donald Trump negli USA è anche conseguenza della rabbia post intervento statale dopo la crisi finanziaria del 2008: in Usa la commissione è stata fatta ma è stata "politica", non ha prodotto quasi nulla e questo ha solidificato una narrativa pericolosa. Ci vuole una commissione d'inchiesta su Mps e casi simili, fatta da tecnici, che spieghi come sono andate le cose. Ricordando però anche che il 25% delle nostre imprese è sparito con la crisi: un problema generale c'è».

Il Monte deve restare senese? La direzione generale deve restare a Rocca Salimbeni?

«Capisco che per Siena sia importante, ma è un dettaglio. Quello che serve è un cambiamento radicale del management».

Lo prenderebbe ora un conto al Monte dei Paschi?

«Sì, anche se non metterei più di 100 mila euro: tanto non ce li ho... Ma oggi sicuramente più di ieri, dopo l'intervento dello Stato. Comunque consiglio sempre: mai tutti i soldi in una banca sola».

Monte Paschi: Un governo serio mette i soldi ma poi deve fare un'inchiesta

(Intervista a *Il Giornale*, a cura di Marcello Zacché – 28 dicembre 2016)

Zingales: "Ok all'azionista pubblico che ha l'obbligo di pretendere chiarezza sul Monte e informare subito i contribuenti"

Lo Stato entra in Mps. È un bene o un male?

«Data l'attuale situazione è un male necessario», risponde Luigi Zingales, economista italiano tra i più ascoltati al mondo, professore di Finanza alla University of Chicago Booth School of Business.

Di formazione liberale, in questa intervista al *Giornale* Zingales spiega gli errori, ma anche le opportunità dell'intervento pubblico nelle banche. «È un po' come quelle medicine che non vorresti mai prendere, fino a quando le devi assumere in tutta fretta. Così questa decisione è arrivata troppo tardi e con troppo poco».

Troppo tardi?

«Che il Monte Paschi non sarebbe riuscito a raccogliere cinque miliardi si sapeva già da luglio. Ma si è cercato di fare un'operazione di mercato, che in realtà era drogata».

Perché drogata?

«Perché, da qual che ho letto, era guidata dal governo, che lavorava dietro le quinte. Era un'operazione importante per l'esecutivo guidato da Renzi, che a fronte dell'intervento del Qatar prometteva contropartite. Niente a che vedere con il mercato quindi. Allora sarebbe stato meglio un intervento trasparente del governo, con dichiarati limiti e responsabilità. Invece si è buttato via tempo prezioso, la gente ha perso fiducia, e ora si rischia che i soldi non bastino, come abbiamo visto già ieri».

Troppo poco?

«Io spero che cinque miliardi, già saliti a quasi nove, siano sufficienti, ma non sono sicuro. È in corso un'analisi puntuale sui crediti di Mps da parte della Bce ed è difficile escludere il rischio reale di altre sofferenze. Allora non basteranno né 5, né 9. D'altra parte abbiamo appena visto succedere qualcosa del genere nelle banche venete, che stanno per essere di nuovo ricapitalizzate. Quindi, invece che rincorrere questi numeri, in situazioni di crisi si fa una cosa diversa: si entra con una cifra talmente grossa da eliminare ogni rischio di ulteriori difficoltà. Il sistema gira pagina e inizia a guardare il mondo in maniera differente. E quello che è successo in Usa nel 2009, o in Spagna 2012, o in Svezia nel 1992: è così che si risponde alle crisi finanziarie».

Ci sono stime serie sul buco delle banche italiane?

«Ci sono e sono abbastanza semplici da fare. Unicredit ha appena varato un'operazione che valuta i suoi non performing loans 25 centesimi per ogni euro. Se si applicasse questa valutazione all'intero sistema bancario si otterrebbe un buco di oltre 50 miliardi. L'ordine di grandezza è questo, il 2,5% del Pil».

Dovremmo fare nuovo debito per il 2,5% del Pil? Non arriverebbe la Troika?

«Non abbiamo bisogno di attingere ai fondi europei. Possiamo emettere nuovo debito e credo che sarebbe una buona scelta. Vorrei ricordare che lo abbiamo già fatto per aiutare sia la Grecia, sia la Spagna: allora perché non lo possiamo fare per noi. Poi, se lo facciamo bene, questi non sono miliardi di spesa, ma di investimenti. Infatti, negli Usa e in Svezia, con i salvataggi lo Stato ci ha guadagnato. La probabilità che questo avvenga anche in Italia mi pare bassa, ma stabilire il principio sarebbe importante».

Come si è arrivati fin qui, senza accorgersi prima dei reali guai delle banche?

«Nell'ultimo anno c'è stata una combinazione di fattori. Intanto non c'era abbastanza coscienza della gravità del fenomeno, almeno da parte del premier. Poi, da marzo in avanti, c'è stato il tema referendum, che ha congelato ogni scelta impopolare. Infine ha avuto un ruolo il problema delle responsabilità di questa situazione».

Vale a dire?

«L'investimento di denaro pubblico nelle banche, o in Mps in particolare, implica senz'altro un'inchiesta su cosa è successo. Come ho già scritto, una volta che lo Stato è socio, un governo serio non può esimersi dal fare un'indagine: bisogna saper guardare anche indietro. E se non lo fai commetti un errore politico enorme: favorisci l'arrivo a Palazzo Chigi del primo governo del Movimento 5 Stelle».

Propone una Commissione d'inchiesta parlamentare?

«Sarebbe l'ideale. Ma si può fare anche una cosa diversa: il governo può nominare una commissione di esperti che abbia accesso pieno ai dati di Mps e che faccia un'analisi profonda per dire quanta parte del buco è dovuta alla crisi, quanta alla cattiva gestione e quanta a errori di natura politica o peggio. L'esecutivo lo potrà fare in quanto azionista della società. Per poi riferire gli esiti a tutto il Paese».

Siamo in questa situazione per la direttiva europea sul «bail in»: governo e Bankitalia dovevano opporsi? Potevano fare di più?

«Per rispondere serve un distinguo su due temi: il primo è la responsabilità di come le banche si sono finanziate tramite la propria clientela retail. Non è un fenomeno nuovo, va avanti da decenni in Italia. E la cosa ironica è che è sempre stato visto come un punto di forza. La Banca d'Italia ha sostenuto per anni che il sistema bancario italiano era più solido perché non si finanziava con i fondi internazionali, bensì presso la clientela. Era la prova che le nostre istituzioni avevano più a cuore la stabilità del sistema che la tutela del risparmio. Ad esempio, la vendita di due miliardi di obbligazioni subordinate Mps alle famiglie non è anomalo, ma strutturale, tanto che il taglio minimo era stato ridotto apposta a soli mille euro. In queste condizioni il meccanismo del bail in, che segue una logica corretta, in Italia è diventato perverso. Sarebbe stato corretto solo se gli investitori in subordinate fossero stati i fondi, viceversa per l'Italia era una follia. Da quando questa proposta è venuta fuori, nel 2014, Bankitalia e governo avrebbero dovuto fare fuoco e fiamme per imporre correzioni per le subordinate. Il governatore lo aveva capito e a suo modo ha protestato, ma non abbastanza. Nel governo di allora c'era il ministro Saccomanni al Tesoro: difficile immaginare che non potesse fare di più».

E il secondo aspetto?

«Bisogna chiedersi da dove vengono tutti questi crediti deteriorati. In Banca d'Italia dicono che è tutta colpa della crisi. Che di certo ha avuto un peso importante: sono sparite un quarto delle imprese, ovvio che c'è una valanga di perdite. Ma i crediti deteriorati sono circa il 25% del totale degli impieghi: se calcoliamo che le famiglie pagano, la quota relativa alle imprese è molto elevata: significa che c'è stata una politica del credito quanto meno non intelligente. E molti prestiti dati agli amici. Basta guardare quanti soldi Intesa ha dato a Zaleski, per esempio. O le operazioni bacciate delle banche popolari. Allora, se è vero che le frodi sono difficili da vedere per un ispettore, è anche vero che di tante altre situazioni si sapeva. Le conoscevo io che vivo negli Usa. Un'inchiesta dovrebbe darci queste risposte: ci sono state eccezioni che confermano la regola, o erano una prassi diffusa?».

Ma come risparmiatori, siamo o non siamo tutelati dalle Authority?

«La domanda è sacrosanta e una commissione è necessaria proprio per questo, per capire in che misura i maggiori dissesti bancari emersi in questi mesi potevano essere previsti dalla Vigilanza. La realtà è che oggi non lo sappiamo. Ma in futuro vorremmo poterlo sapere».



Banche: dobbiamo capire cosa non ha funzionato, per evitare che si ripetano gli errori

(Intervista al Fatto Quotidiano, a cura di Carlo Di Foggia – 3 gennaio 2017)

“Senza una commissione d’inchiesta sul sistema bancario, l’Italia è condannata a ripetere gli errori del passato”. Dall’Università di Chicago, dove insegna Finanza, l’economista Luigi Zingales lancia un appello alla classe dirigente ora che il governo ha approvato il soccorso al Monte dei Paschi (e non solo).

Perché una commissione?

Se usi soldi pubblici per le banche devi evitare che passi l’idea di voler proteggere gli errori del passato. In Italia nessun manager paga: eliminiamo il sospetto, o l’erosione della fiducia nelle istituzioni esploderà. Ma soprattutto per capire cosa è andato storto ed evitare che accada in futuro.

Il Parlamento è diviso e molte forze politiche tentennano.

Nei Paesi seri dopo un disastro si fa così. Io ne auspico una con esperti indipendenti, soprattutto internazionali, con potere di interrogare le persone sotto giuramento e farsi consegnare documenti riservati. Sarebbe meglio che non fosse composta da parlamentari, per evitare strumentalizzazioni, ma deve riportare al Parlamento che le dà il mandato, come negli Usa.

Perché non la si fa?

Hanno tutti paura di cosa si può scoprire.

Che cosa?

Con la recessione che l’Italia ha avuto è fisiologico che gli istituti di credito abbiano subito grossi danni. Ma qual è stato il suo peso nella crisi bancaria: il 30, il 70, il 90%? Se scopriamo che una parte rilevante è dovuta alla mala gestione allora dobbiamo capire come è nata e come evitarla in futuro. Se i disastri dei manager nascono anche da una vigilanza che ha sbagliato o non aveva strumenti per intervenire. Per esempio, Bankitalia non ha imposto a Mps di fare una due diligence su Antonveneta perché non poteva o non ha voluto? Le istituzioni hanno i poteri per operare correttamente. Errore di singoli o di una visione sbagliata del mondo?

Con 60 miliardi di bond subordinati venduti alle famiglie è difficile credere che non abbiano responsabilità.

Vendere bond alla piccola clientela era considerato da Banca d’Italia un elemento di forza del nostro sistema bancario. Io ricordo i report entusiasti. Le autorità, Consob compresa, hanno preferito la tutela della stabilità finanziaria a quella dei risparmiatori. Ma è stato un errore dei vertici o di sistema?

Che differenza fa?

Enorme. Con una situazione così, quando le regole Ue stavano cambiando – imponendo di accollare i costi dei salvataggi anche agli obbligazionisti – bisognava prepararsi. O fai fuoco e fiamme e le blocchi, o forzi le banche a ricomparsi i bond. Cosa lo ha impedito?

Bankitalia ha detto, a disastro avvenuto, che si oppose a livello europeo ma senza successo.

L’esecutivo che ha contrattato la direttiva sul bail-in aveva al Tesoro l’ex dg di Bankitalia Fabrizio Saccomanni, massima autorità del settore e ben conscio del problema. Se

è vero che è stato fatto tutto il possibile è ancora peggio. C'è un rischio devastante per l'economia italiana e non riusciamo a imporre le nostre ragioni a Bruxelles? Allora dovremmo chiederci se abbia senso per l'Italia stare in un'unione monetaria in cui non riesce a difendere le sue ragioni.

Su Mps Renzi e il ministro Padoan hanno perso 6 mesi dietro a Jp Morgan. E il problema è esploso dopo il referendum.

In quei mesi Mps ha perso 14 miliardi dai depositi. Sarò un illuso, ma oltre al calcolo elettorale temo ci sia stato una grossa incapacità nel comprendere l'entità del problema, noto da gennaio 2016: servono 50 miliardi per il settore, non 20, e non c'è necessariamente bisogno della Troika. Il bubbone bancario rischia di trascinare l'Italia a fondo. Va cambiato anche il modello di governance e di controllo interno degli istituti.

Cosa dovrebbe fare lo Stato azionista di Mps?

Un'indagine interna da rendere pubblica. E spieghi cosa intende fare, a cominciare dall'ad Morelli: è stato portato lì con una missione e ha fallito. Per stile, come minimo, dovrebbe dimettersi.



Decreto salva banche, il valore di una lista

(Sole 24 Ore – 12 febbraio 2017)

Questa settimana la Commissione Finanze del Senato ha rigettato la proposta del senatore leghista Roberto Calderoli di introdurre nel decreto Salva Banche una norma che richiedeva agli istituti di credito beneficiari di un intervento dello Stato di pubblicare i nomi dei principali debitori insolventi. Il rifiuto è stato motivato con il desiderio di evitare una gogna mediatica a danno dei debitori.

Ma la pubblicazione di simili liste non serve a scaricare la colpa dei fallimenti bancari sui debitori. In un Paese dove il Pil reale è sceso del 9% in quattro anni, non deve essere fonte di imbarazzo se un'impresa, che si è comportata onestamente, non è più in grado di far fronte ai debiti. Non esiste impresa senza rischio e il rischio implica anche la possibilità di fallimento, specialmente quando l'economia nel suo complesso va male.

La pubblicazione degli elenchi serve soprattutto a gettare luce sulla politica del credito delle banche in difficoltà e sull'efficacia della vigilanza bancaria. Da simili elenchi si possono estrarre molte informazioni utili. Quanto concentrate sono le sofferenze di una banca? Si tratta di un fenomeno diffuso su tutte le categorie o concentrato principalmente sui grandi crediti, quelli dove il consiglio di amministrazione esercita la sua discrezionalità? Le sofferenze nascono da prestiti effettuati a imprese che erano solide o da prestiti a imprese che ex ante non erano degne di credito, ma erano possedute da amici e parenti? Se il secondo caso fosse vero, dove era la vigilanza bancaria? In un mondo digitale è relativamente facile per un supervisore accorgersi quando una banca ha una politica del credito sconsiderata. Basta guardare alcuni parametri chiari, per esempio, quale è il rapporto tra posizione finanziaria netta di una società e il suo margine operativo lordo. Questo indice ci dice in quanti anni un'impresa riesce a ripagare i propri debiti con il flusso di cassa che genera. Il supervisore ha chiuso gli occhi o sapeva e non poteva intervenire? La risposta a questo quesito è fondamentale per evitare che un simile disastro si ripeta in futuro.

Ma è possibile ottenere tutte queste informazioni da una semplice lista? Per dimostrare che la risposta è affermativa, utilizzo la lista dei primi 30 debitori insolventi di Banca Popolare di Vicenza (BPVi) resi pubblici da Enrico Mentana su La7.

Innanzitutto i 30 più grandi debitori insolventi di BPVi rappresentano il 29% delle sofferenze a bilancio a fine 2015. Quindi esiste un'enorme concentrazione delle sofferenze bancarie, come anche confermato dalle statistiche di Banca d'Italia. Le famiglie pagano, le piccole imprese per lo più pagano, le grandissime imprese raramente falliscono, sono le medie imprese quelle che hanno prodotto le principali perdite.

Il secondo aspetto interessante è la concentrazione settoriale. Su banche dati sono riuscito a trovare le informazioni di bilancio per 20 dei 30 debitori insolventi. Per il 62% si tratta di imprese del settore immobiliare, divise equamente tra imprese di costruzione in senso proprio e imprese immobiliari in senso lato. Si noti che l'Italia non ha subito una bolla immobiliare come quella spagnola o irlandese. Dal picco del 2008 i prezzi delle case sono scesi solo del 16.5%.

Ma le informazioni più interessanti si trovano guardando ai bilanci. Al 31.12.2008, ovvero prima che la crisi abbia un vero impatto sui bilanci, il 35% delle imprese affidate dalla BPVi e poi diventate insolventi ha un margine operativo lordo negativo o un patrimonio netto negativo (o entrambi). Quando il margine operativo lordo è positivo, il rapporto tra Posizione Finanziaria Netta e Margine Operativo Lordo di queste imprese nel 2008 era in media di 55 (con una mediana di 20), molto al di sopra di 6-7, ritenuto il livello massimo a cui una banca può ragionevolmente estendere il credito ad un'impresa. Solo due imprese avevano un livello di 6. Questo non è vero solo per le imprese di costruzioni. L'Hotel Dolomiti aveva un rapporto Posizione Finanziaria Netta-Margine Operativo lordo di 444 e l'Istituto Scolastico Cardinal Baronio di 35.

Solo la Magistratura potrà determinare se esistano dei potenziali conflitti di interesse

in questi prestiti. Ma non occorre un giudice per capire che i vertici della BPVi non hanno usato una politica del credito prudente. Né occorre un'indagine parlamentare per capire che, se io sono riuscito in modo artigianale a raccogliere queste informazioni, a maggior ragione potevano essere raccolte da chi fa vigilanza bancaria. Delle due: o Banca d'Italia non aveva gli strumenti per intervenire o non è voluta intervenire. Perché il Senato non vuole metterci nelle condizioni di porre questa domanda?

POSTILLA

Sono d'accordo con Massimo Famularo che è meglio fare analisi più approfondite, utilizzando tutta la ricchezza dei dati, che limitarsi a delle analisi basate su 30 osservazioni. Per questo è da più di un anno che mi batto a favore di una commissione di inchiesta, autorevole e realmente indipendente, su MPS e su tutte le banche in crisi. Il punto del mio articolo sul Sole non era di sostituire un'analisi più approfondita, ma solo di stimolare l'appetito. Se con solo 30 dati uno può provare a dire qualche cosa, immaginiamoci con 200.000. Volevo anche dimostrare che la lista dei debitori insolventi non è necessariamente una gogna mediatica per i debitori, ma l'inizio di un'analisi sulle politiche di credito usate dalle varie banche e sulla vigilanza alle stesse fatta da Banca d'Italia. Insomma la commissione di inchiesta è meglio della lista dei debitori insolventi, ma la lista dei debitori insolventi è meglio di niente. Non vorrei che aspirando al meglio, si finisse per coprire anche quella poca luce che si sta facendo.

La Politica Bancaria che non c'è

(Sole 24 Ore – 5 marzo 2017)

Sono passati quindici mesi dal “salvataggio” delle quattro banche regionali e quasi un anno dalla creazione del Fondo Atlante. Dopo tutto questo tempo dobbiamo concludere che la politica adottata dal Governo di posporre la risoluzione dei problemi delle banche e fare finta che non siano così gravi (la strategia che gli inglesi chiamano “extend and pretend”) non funziona.

La dilazione è costata al Paese (e soprattutto a certe regioni) un anno di crescita. Nel Veneto il credito bancario alle imprese lo scorso anno è sceso del 6% e in Toscana del 3%, mentre in Piemonte e Lombardia è rimasto sostanzialmente stabile (rispettivamente +0.2% e -0.2%). La principale differenza tra queste regioni è data dalle crisi bancarie, che hanno colpito molto più il Veneto (Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza) e la Toscana (MPS ed Etruria) che il Piemonte e la Lombardia. Che la qualità del portafoglio del sistema bancario influisca sulla crescita dei prestiti alla clientela non è un segreto. Lo dice anche la Commissione Europea. Ma allora perché il Governo ha trascinato i problemi senza risolverli per più di un anno?

Parte del problema è l'illusione che la crisi sia dovuta solo alla perfidia dei fondi stranieri, che si ostinano a valutare al 20% del nominale le sofferenze bancarie che varrebbero molto di più. È vero che – dati della Banca d'Italia alla mano – il valore recuperato dalle sofferenze negli ultimi due anni è in media del 40%. Ma tale valore non considera i costi legali e il tempo che un tale recupero richiede. Non considera neppure il fatto che tanto maggiori sono i crediti in sofferenza, tanto più difficile è il recupero, perché le (poche) garanzie immobiliari perdono di valore quando vengono vendute tutte allo stesso tempo. Unicredit, che non si è cullata in questa illusione e ha svalutato le sue sofferenze al 12.94%, è riuscita nella difficile operazione di raccogliere 13 miliardi di euro di nuovo capitale. Tutte le banche che non hanno avuto questo coraggio sono ancora in crisi.

Per sostenere questa illusione sul valore delle sofferenze (e ritardare il redde rationem) il Governo ha caldamente sponsorizzato la formazione del Fondo Atlante, creato per comprare sofferenze e poi usato per scaricare sulla collettività (Cassa Depositi e Prestiti e Poste) e sugli ignari assicurati (Generali e Cattolica) le perdite che Unicredit e Banca Intesa avrebbero accumulato per aver garantito gli aumenti di capitale delle due Popolari Venete. La stessa Commissione Europea ha dichiarato che “la struttura di finanziamento di Atlante costituisce una fonte di interdipendenza tra soggetti più forti e soggetti più deboli. Ciò potrebbe dar luogo a un contagio in caso di perdite inattese derivanti da investimenti”. Lungi dall'essere un elemento di stabilità, quindi, il Fondo Atlante rischia di mettere a repentaglio l'intero sistema.

Cosa poteva fare il Governo – si dirà – quando la Commissione Europea impedisce ogni mossa? È la solita strategia di attribuire all'Europa la responsabilità degli errori nostrani. Contrariamente a quello che si vuole far credere, l'Europa caldeggia da tempo un intervento di ricapitalizzazione delle banche, come quello (molto parziale) approvato dal Governo a dicembre (e non ancora implementato).

Se la Commissione ha finora ritardato l'intervento su MPS è perché vuole evitare che i soldi pubblici siano sprecati, per esempio rimborsando chi non ha nessun titolo per essere risarcito, come gli hedge fund che hanno comprato i subordinati di MPS nell'ultimo anno. Di questo intervento dovremmo essere grati alla Commissione.

Se poi i 20 miliardi del Decreto Salva-Banche non bastano (come è probabile), molti dei nostri partner europei sono aperti all'idea che noi si faccia ricorso al fondo ESM (European Stability Mechanism). È il fondo cui ha fatto ricorso la Spagna nel 2012, quando doveva smaltire molte sofferenze derivanti dalla crisi immobiliare. Una volta fatto ricorso al fondo e ricapitalizzato le banche, la Spagna ha ripreso a crescere a più del 3% l'anno. Cosa aspetta l'Italia a farlo?

