



La procedura di fallimento ordinato degli istituti di credito: impatto sulle emissioni di debito e sul profilo di rischio degli investimenti

Il 2016 ha portato con se le nuove regole che disciplinano il processo di salvataggio degli istituti di credito in dissesto. Il nuovo contesto normativo ha introdotto il concetto di "fallimento ordinato" che coinvolge per la prima volta in modo strutturale le diverse categorie di creditori e, nei casi più critici, i depositanti. Si tratta di un corpo di regole complesse che già mostrano concrete difficoltà applicative soprattutto sul piano del consenso e della legittimazione. In ogni caso esse creano nuove condizioni di rischio sia sul piano macro, sia nella definizione del profilo delle specifiche asset class coinvolte.

Nuove regole per il salvataggio delle banche

Le nuove regole per il salvataggio delle banche entrate in vigore nell'Unione Europea a partire dal 1 gennaio 2016 hanno modificato il profilo di rischio delle emissioni dei titoli di debito e di capitale delle istituzioni finanziarie. Il nuovo sistema di salvataggio delle banche, che introduce la fattispecie di "fallimento ordinato" per gli istituti creditizi, stabilisce infatti che gli azionisti e gli obbligazionisti, nonché in alcuni casi gli stessi depositanti, siano chiamati direttamente a sostenere l'onere del salvataggio.

Le nuove disposizioni segnano un vero e proprio cambio di rotta della politica europea in materia di dissesto di enti creditizi, ponendo fine alla lunga tradizione di intervento diretto degli Stati (cosiddetto *bail-out*) - e quindi con oneri a carico dei contribuenti. Negli anni in cui in Europa si è manifestata in modo più acuto la crisi, gli Stati si sono dovuti far carico dei costi di ripianamento delle perdite e di ricostituzione del capitale di un gran numero di istituti bancari per evitare il diffondersi di una crisi sistemica. I casi destinati a rimanere più a lungo fissati nella memoria collettiva sono forse quelli dell'inglese Northern Rock, della franco-belga Dexia, nonché il salvataggio delle Landesbanken e delle Sparkassen tedesche. Gli oneri sostenuti hanno inciso pesantemente sui conti pubblici e

questo in alcuni casi, come ad esempio in Irlanda e Spagna, hanno comportato il ricorso ai contributi dei fondi di salvataggio creati a livello comunitario.

Il nuovo e diverso approccio era stato testato a Cipro in concomitanza con la decisione dall'Eurogruppo (25 marzo 2013) di concedere un prestito di 10 miliardi di Euro per il salvataggio del sistema bancario dell'isola. Il piano concordato da Bruxelles con le autorità cipriote ha imposto un contributo a carico dei depositanti, sebbene l'applicazione delle misure sia risultato alla fine meno radicale di quanto era stato previsto nel progetto originario. La ratio delle norme comunitarie è finalizzata quindi ad alleggerire gli oneri diretti che gravano sui conti pubblici, introducendo un primo livello di intervento di sostegno a carico dei sottoscrittori di capitale e di debito degli istituti in dissesto.

La questione che stiamo qui affrontando riguarda in modo particolare il tema degli investimenti in emissioni obbligazionarie del settore finanziario, e ripropone il problema della quantificazione e della qualificazione del rischio associato a questa asset class. La materia è stata affrontata, definita e regolata da parte dei fondi pensione che hanno da tempo inserito specifiche previsioni nel

corpo delle convenzioni di gestione. La novità più rilevante consiste oggi nel cambiamento del quadro complessivo destinato a produrre di fatto un aumento delle probabilità di verificarsi dell'evento avverso per gli investitori. Con la definizione delle nuove regole tutte le emissioni del settore bancario, siano esse di debito o di capitale, si spostano potenzialmente verso l'alto nell'ipotetica curva che misura i rischi.

Richiamare l'attenzione alle nuove condizioni operative di questo segmento di mercato è anche l'occasione in questo documento per ricostruire le caratteristiche essenziali della complessa normativa di riferimento che è stata disegnata a livello europeo. Il documento non esaurisce l'insieme delle problematiche generali o specifiche¹ rinviando ad altra sede la loro trattazione.

Le emissioni di debito del settore bancario

Il tema delle procedure di salvataggio di un istituto creditizio si integra con le regole generali con le quali viene stabilita l'adeguatezza del capitale previste da Basilea III². Come è noto il settore bancario offre all'investitore titoli di debito che presentano un articolato e diversificato profilo di rischio-rendimento.

L'offerta di strumenti di debito attraverso i quali il settore raccoglie capitale presso gli investitori si è modellata in modo conforme alle esigenze dettate dal regolatore in merito alla formazione del capitale di vigilanza. Tale capitale viene definito sul piano del suo ammontare complessivo in modo da risultare adeguato a garantire la stabilità degli istituti di credito.

Le imprese creditizie possono subire perdite nell'ambito della loro attività per diverse cause. Conseguentemente la regolazione ha ampliato il numero e le categorie di

rischio che devono essere prese in considerazione e coperte in diversi scenari avversi. Tra questi ultimi rientrano ad esempio anche i rischi operativi e quelli reputazionali. Ogni istituto è tenuto ad applicare un complesso processo di valutazione per stimare l'ammontare dei rischi totali (ICAAP – Internal Capital Adequacy Assessment Process).

In relazione a questa stima di adeguatezza ogni banca deve disporre di un ammontare di capitale tale da garantire la stabilità dell'impresa anche nel caso in cui si verificassero casi avversi.

Unitamente al capitale vero e proprio, costituito dalle azioni o dalle quote societarie, il regolatore ha concesso al sistema bancario di raccogliere ulteriori risorse da utilizzare per garantire la propria stabilità. E' abbastanza intuitivo comprendere come la qualità delle risorse possa essere ricompresa tra le "garanzie" di stabilità quanto più le emissioni risultino assimilabili alle caratteristiche di un titolo di capitale. La banca può quindi introdurre clausole specifiche nel contratto obbligazionario per modulare l'emissione di debito in funzione dei bisogni di capitale.

Senza entrare nel merito delle modalità di determinazione e calcolo di questa grandezza ci limitiamo qui a rilevare come, seppure con cambiamenti sostanziali avvenuti negli ultimi anni, le autorità di vigilanza hanno consentito al sistema bancario di raccogliere capitali attraverso strumenti ibridi di natura obbligazionaria.

Se le emissioni hanno necessariamente seguito l'impostazione dettata dal legislatore, l'avvento di Basilea III, cioè del terzo step del sistema comune di regolazione internazionale, ha ulteriormente modificato il fabbisogno qualitativo di risorse qualificate da parte delle banche.

La struttura del capitale bancario

Le regole definite da Basilea III prevedono la segmentazione di tre differenti livelli di capitale che presentano un differente livello di strutturalità, a partire da quella propria del capitale sociale. Contestualmente Basilea III fissa requisiti qualitativi per ogni categoria di capitale e una soglia minima di risorse che ogni istituto deve soddisfare. Il fabbisogno viene determinato come

¹ Si pensi solo alla situazione di alcune banche italiane, come Monte Paschi di Siena, alla questione dell'incidenza della crescita dei crediti *non performing* o, ancora, al tema della creazione della bad bank.

² Le regole sono definite nel quadro dei cosiddetti accordi di Basilea che hanno determinato la predisposizione e l'aggiornamento delle linee guida in materia di requisiti patrimoniali degli istituti creditizi. Le regole sono redatte dal Comitato di Basilea, costituito nel 1974 dai Governatori delle banche centrali dei paesi più industrializzati. Ne fanno parte oggi 27 paesi. A sua volta il Comitato opera sotto l'egida della Banca Internazionale dei Regolamenti.

rapporto tra le passività che rientrano nelle diverse categorie e le attività ponderate per il rischio³.

Basilea III è entrata in vigore al 1 gennaio 2013 e i limiti di vigilanza saranno via via implementati fino alla loro completa applicazione a partire dal 1 gennaio 2019.

I tre livelli di capitale sono così definiti⁴:

- ✓ Patrimonio di base o **Tier 1** (in grado di assorbire le perdite in condizioni di continuità d'impresa o *going concern*) a sua volta suddiviso in:
 - ✓ **Common Equity Tier 1** o patrimonio di qualità primaria⁵;
 - ✓ **Tier 1 aggiuntivo**;
- ✓ Patrimonio supplementare o **Tier 2** (in grado di assorbire le perdite in caso di crisi o, tecnicamente, *gone concern*)

Il **Tier 1 aggiuntivo** comprende strumenti emessi dalla banca destinati ad aumentare la propria solidità patrimoniale e che per assolvere a questa funzione devono avere particolari caratteristiche che avvicinano questi attivi più alle azioni che alle obbligazioni. Infatti gli strumenti devono essere:

- ✓ subordinati rispetto ai depositi, ai crediti chirografari e ai titoli di debito subordinato della banca;
- ✓ non essere garantiti né assistiti da una garanzia dell'emittente o di un'entità collegata e non presentare altre clausole che ne accrescano legalmente o

economicamente il grado di prelazione nei confronti dei creditori della banca;

- ✓ essere perpetue, ossia non presentare una data di scadenza, e non prevedere clausole di incentivazione al rimborso anticipato;
- ✓ prevedere limiti alla eventuale "richiamabilità" (opzione call esercitabile solo dopo che sono trascorsi cinque anni dall'emissione); l'eventuale esercizio dell'opzione è comunque subordinato alla approvazione dell'operazione da parte dell'autorità di vigilanza. In ogni caso deve essere definita la sostituzione dell'ammontare richiamato con altro capitale raccolto con uno strumento avente caratteristiche almeno equivalenti;
- ✓ attribuire contrattualmente all'emittente una piena discrezionalità in merito alla cancellazione di distribuzioni (cedole) e pagamenti anche in assenza di un evento di insolvenza.

Gli strumenti utilizzabili per costituire il capitale rientrante nel **Tier II** devono avere anch'esse particolari caratteristiche, meno stringenti di quelle previste per il Tier I aggiuntivo. Per questa ragione essi si collocano ad un livello superiore rispetto a questi ultimi, al di sotto comunque delle obbligazioni senior.

Il nuovo assetto delle attività richieste agli istituti creditizi ha modificato specularmente il livello delle emissioni. In particolare è venuta meno la distinzione tra Lower Tier II e Upper Tier II con la definizione di un'unica categoria di Tier II e conseguentemente il nuovo Tier II presenta le stesse caratteristiche delle emissioni eligibili ai sensi del precedente Lower Tier II.

³ I vincoli di Basilea III prevedono un minimo di Common Equity Tier 1 pari al 4,5% a cui si deve aggiungere un 2,5% di Capital Conservation Buffer e un minimo di Capitale Totale dell'8%, che sale al 10,5% considerando il Capital Conservation Buffer.

⁴ Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, "Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari", Banca dei Regolamenti Internazionali, Dicembre 2010 (aggiornato al giugno 2011), pag.14 e segg.

⁵ Il Common Equity Tier 1 è composto dalla somma algebrica delle azioni ordinarie emesse dalla banca, dal sovrapprezzo azioni derivante dall'emissione di strumenti ricompresi nel Common Equity Tier 1, dalle riserve di utili e altre riserve, le azioni ordinarie emesse da filiazioni consolidate della banca e detenute da soggetti terzi (ossia interessi di minoranza) che soddisfano i criteri di computabilità nel Common Equity Tier 1 e dagli aggiustamenti regolamentari applicati nel calcolo del Common Equity Tier 1.

Ante Basilea III	Basilea III
Debito Senior	Debito Senior
Lower Tier II	Tier II
Upper Tier II	
Tier I	Tier I
	Common Tier I

La modifica del quadro di riferimento per la determinazione del capitale di vigilanza ha reso in parte obsoleto il previgente sistema di regole, facendo venire meno l'esigenza di modulare le emissioni sulla base della suddivisione del Tier II secondo due livelli, così come erano stati delineati dalle regolazioni Basilea I e Basilea II.

I titoli eligibili per entrare nel Tier II (nuova categorizzazione) devono tra l'altro:

- ✓ essere subordinati rispetto ai depositi e ai crediti chirografari della banca;
- ✓ non essere garantiti o assistiti da una garanzia dell'emittente o di un'entità collegata, né presentare altre clausole che ne accrescano legalmente o economicamente il grado di prelazione nei confronti dei depositanti e dei creditori chirografari della banca.
- ✓ avere una scadenza non inferiore ai cinque anni e non prevedere clausole di step-up⁶ o altri incentivi al rimborso anticipato.

Quest'ultima categoria di obbligazioni costituisce di norma quelle che vengono classificate come obbligazioni subordinate e che sono di norma sottoscritte dagli investitori istituzionali.

A seguito delle modifiche di cui si è appena dato atto può emergere un problema applicativo per tutte quelle realtà che avevano previsto regole di esclusione, o limiti all'investimento, a livello di demarcazione tra Lower e Upper Tier II.

Dal punto di vista concettuale la questione può essere definita applicando gli stessi vincoli contrattuali a livello del "nuovo" Tier II. In questo modo si mantiene un livello simile di configurazione delle clausole sottostanti il contratto di debito.

Va da sé però che, indipendentemente dalla configurazione giuridica della categoria di emissione, il

⁶ La clausola step up introduce una previsione di aumento della cedola in funzione del tempo trascorso. Tali meccanismi costituiscono un incentivo implicito al rimborso da parte dell'emittente.

nuovo quadro delle regole di salvataggio delle banche, cioè degli emittenti di cui stiamo qui parlando, comporta un innalzamento del rischio connesso a tali strumenti.

Qualora si ritenesse tale modifica rilevante ai fini del profilo di rischio complessivo tale incremento potrebbe essere mitigato attraverso un vincolo più stringente della quantità di questi strumenti che può essere detenuta in portafoglio.

Il mercato obbligazionario europeo

Per comprendere l'impatto sul profilo di rischio dei portafogli occorre affiancare alle valutazioni sulla qualità delle emissioni alcune considerazioni che riguardano gli aspetti quantitativi riferibili alla struttura del mercato obbligazionario corporate europeo. Gli indici di riferimento di questo mercato sono dominati dalle emissioni del settore bancario. Se si prende ad esempio il benchmark di riferimento per le emissioni in Euro (Merrill Lynch) lo stesso risulta a dicembre 2015 composto da 2.154 titoli, di cui 724 riferibili a emittenti finanziari. Il peso di queste emissioni sul totale corrisponde al 39,9%, con il 33,6% direttamente ascrivibile a soggetti bancari. Leggermente inferiore è il peso del settore se si considerano le emissioni in USD. In questo caso il peso nel benchmark di riferimento presenta rispettivamente un valore del 29,1% e del 22,6%.

Oltre che per la quantità e lo spessore delle emissioni il settore finanziario ha offerto agli investitori, come è stato ampiamente illustrato, una gamma ampia di strumenti posizionati lungo tutta la scala di rischio-rendimento.

Fino ad oggi il diverso contenuto di rischio che differenzia le diverse categorie di emissioni è stato mitigato dall'esistenza di una sorta di impegno implicito al salvataggio da parte degli Stati. Indipendentemente dal livello di garanzia giuridicamente prevista nel contratto il prezzo del titolo scontava l'annullamento di fatto del rischio di mancato rimborso. Solo in seguito alla maturazione del nuovo contesto europeo si sono avuti i primi segnali del cambio di registro. Ad esempio ha fatto discutere la decisione di Banca d'Italia di non concedere il

nulla osta necessario per procedere al rimborso di alcune obbligazioni emesse da Banca Carige⁷.

Sul piano formale, quindi, questi strumenti contenevano già *ab origine* una serie di vincoli che determinavano un maggior rischio delle emissioni subordinate. Quindi nulla di nuovo è stato aggiunto dal punto di vista della configurazione giuridica degli strumenti finanziari interessati; per sua natura l'investimento in titoli di capitale è sottoposto al rischio estremo di azzeramento della posizione così come il titolo subordinato si colloca in una classe di rischio superiore rispetto ad una emissione senior.

La normativa europea sul fallimento ordinato non interviene pertanto su questi aspetti che riguardano gli attributi qualitativi dei titoli. Sono state invece radicalmente trasformate le condizioni che stabiliscono la

⁷ La decisione del 4 dicembre 2013 ha riguardato un'emissione 2003-2013, tasso 1,5% con pagamento annuale posticipato, per il residuo importo di 3,95 milioni di Euro (ISIN IT0003563035).

Precedentemente nel settembre 2013 era stata sospesa la distribuzione delle cedole di tre emissioni del gruppo Monte dei Paschi di Siena: Mps Capital Trust 2 (XS01800906439), Antonveneta Capital Trust 1 (XS0122238115) Antonveneta Capital Trust 2 (XS0131739236). Anche BPM aveva optato per il non pagamento di alcune sue emissioni per le cedole in scadenza previste per il 25 giugno 2012 e 2 luglio 2012.

Tra le modifiche della situazione di fatto va considerata anche il mancato esercizio della call alla prima scadenza prevista. Sebbene in molti casi le obbligazioni bancarie abbiano una scadenza molto lunga, era generalizzata la convenzione di anticipare la scadenza alla maturazione dei primi 5 anni. Anche questa presunzione è venuta meno dopo che Credito Valtellinese e Deutsche Bank (17 dicembre 2008) avevano mancato di esercitare l'opzione call. Questa azione ha di fatto realizzato il cosiddetto *extension risk* implicito in questo tipo di obbligazioni. Sebbene infatti l'*extension risk* sia esplicitamente indicato nella documentazione informativa di questi titoli per lungo tempo questa condizione è stata oggetto di *mispricing*, cioè di una sottovalutazione dello stesso che non trovava una sua rappresentazione nel prezzo.

Di questi aspetti tratta ad esempio l'intervento dell'allora Commissario Consob Pezzinga al convegno ABI "Markets & Investment banking conference 2010

Michele Pezzinga, "Gli strumenti finanziari per esigenze di capitale regolamentare delle banche: regole di trasparenza e correttezza", Milano, 7 giugno 2010

plausibilità e la probabilità del verificarsi dell'evento avverso. In altri termini l'applicazione delle penalizzazioni esistenti nelle varie categorie di strumenti obbligazionari emessi dal settore perde la schermatura protettiva rappresentata dall'intervento pubblico a tutela degli investitori.

Strumenti subordinati e portafogli dei fondi pensione

Abbiamo esaminato i portafogli dei mandati per i quali BM&C svolge un'attività di controllo del rischio finanziario. In particolare sono stati considerati (dati a dicembre 2015) i primi 10 mandati per volume che presentano posizioni in obbligazioni corporate. Il totale degli asset corrisponde a 2,291 mld di Euro; in essi la componente obbligazionaria corporate pesa mediamente (media aritmetica) per il 10,78% dei portafogli complessivi.

All'interno della componente corporate i titoli di emittenti finanziari hanno un peso superiore a quello degli stessi titoli contenuti nei benchmark di riferimento. Infatti complessivamente queste emissioni costituiscono il 56,52% del portafoglio, con un 34,10% di titoli di banche e 22,42% di altri emittenti del settore.

Come abbiamo visto, la presenza di titoli subordinati nei portafogli dei fondi pensione è stata fino ad ora contenuta, e in molti casi esclusa, in base alla fissazione di un insieme di previsioni contenute nel testo delle convenzioni che regolano i mandati di gestione. Ciò nondimeno è utile riprendere l'intera materia anche per valutare la stessa alla luce della problematica del bilanciamento tra la ricerca di un maggiore rendimento dell'asset class obbligazionaria in un particolare contesto di tassi bassi da una parte e il contenimento del rischio dall'altra.

Il percorso verso la nuova regolazione europea

Passiamo ora ad esaminare più approfonditamente il nuovo quadro di riferimento.

L'Unione Europea ha dovuto far fronte a partire dal 2008 a un drastico peggioramento delle condizioni di salute del proprio sistema bancario. Senza un intervento dei singoli Stati la situazione sarebbe sicuramente degenerata in un'ondata di fallimenti che avrebbero compromesso la stabilità dell'intera Europa. Nella fase della crisi la

risposta delle autorità di Bruxelles è stata controversa e i singoli Stati hanno agito con uno scarso coordinamento a livello comunitario. In quel particolare momento storico i Governi europei non avevano ancora pienamente compreso la vulnerabilità del sistema. Oggi a posteriori si giudica come la stessa vicenda greca avrebbe potuto avere un esito ben diverso se i vertici politici degli Stati Europei avessero affrontato diversamente la crisi.

In ogni caso nell'ottobre del 2008 la Commissione Europea incarica un gruppo di esperti di formulare e proporre un quadro di riferimento e di proposte per il "futuro della regolazione e vigilanza sul settore finanziario europeo", affidandone la guida a Jacques de Larosière⁸. Sulla base del rapporto presentato viene redatto un libro bianco "Guidare la ripresa in Europa"⁹ in vista del Consiglio Europeo di primavera previsto per il 4 marzo 2009.

Il Documento prende atto della necessità di dar un seguito agli interventi di salvataggio che sono stati realizzati garantendo un quadro di maggiore strutturalità al sistema. *"Ora bisogna monitorare questi pacchetti di sostegno al settore finanziario per garantirne l'efficace attuazione. Le autorità nazionali e quelle dei paesi in cui hanno sede le istituzioni finanziarie transfrontaliere hanno reciprocamente tutto l'interesse a preservare la stabilità finanziaria garantendo il finanziamento e la stabilità dei sistemi bancari locali e aderendo al principio della libera circolazione dei capitali."* (pag. 3).

Il quadro di riferimento entro cui è stato redatto questo studio risente però di una certa timidezza nell'approccio: *"Il quadro garantirà condizioni di parità fra le banche, favorirà la conformità con le norme in materia di aiuti di Stato, limiterà l'incidenza sulle finanze pubbliche e preparerà la necessaria ristrutturazione del settore. Prossimamente la Commissione fornirà indicazioni più particolareggiate sul suo metodo di valutazione dei piani*

⁸ Jacques de Larosière ha ricoperto importanti cariche all'interno delle istituzioni finanziarie tra cui quella di direttore generale del Fondo Monetario Internazionale dal 1978 al 1987 e di presidente della Banca Europea per la Ricostruzione e lo Sviluppo.

⁹ Per consultare il documento "<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=URISERV:mi0013>"

di ristrutturazione e di sostenibilità delle singole banche nell'ambito delle norme in materia di aiuti di Stato. Saranno analizzati i singoli casi, tenendo conto dell'aiuto ricevuto complessivamente sotto forma di ricapitalizzazione, garanzie o misure di sostegno a fronte di attivi deteriorati, per garantire la sostenibilità a lungo termine e il ritorno ad un normale funzionamento del settore bancario europeo." (pag 5, ibidem)

La Commissione Europea (4 marzo 2009) assume le conclusioni a cui è arrivato il Rapporto indirizzandosi al Consiglio perché adotti un nuovo assetto delle istituzioni preposte ad assicurare la stabilità del sistema finanziario comunitario. La Commissione per altro riconosce il sostanziale fallimento del vigente sistema basato su Commissioni istituite a livello sopranazionale a cui è affidato un compito di coordinamento della materia¹⁰. Conseguentemente il Consiglio, nella riunione del 19 e 20 marzo 2009 concede il suo benestare all'avvio del processo di riforma.

Successivamente la Commissione ha posto (27 maggio 2009) in consultazione un documento contenente le linee guida delle proposte di riforma¹¹. Tale proposte hanno avuto una ratifica finale nel Consiglio Europeo del 18 e 19 giugno 2009.

¹⁰ *"The Commission agrees with the Group's finding that the structure of the existing Committees – whose role has reached the limits of what is legally possible – is not sufficient to ensure financial stability in the EU and its Member States, and that the inefficiencies in the present structure need to be resolved as swiftly as possible. The Commission also considers that there are merits in a system which combines certain centralised responsibilities at European level with maintaining a clear role for national supervisors who are closest to the day-to-day operation of companies.*

The Commission considers that action is urgently needed and will propose to accelerate the implementation of the Group's findings."

Commission of the European Communities 4 marzo 2009 COM(2009) 114 final "Communication for the Spring European Council. Driving european recovery", pag. 7
<http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2009:0114:FIN:EN:PDF>

¹¹ Per consultare il documento:

http://ec.europa.eu/finance/general-policy/committees/index_en.htm#communication

Al termine del processo il 24 novembre 2010 Parlamento e il Consiglio Europeo adottano i testi della riforma del quadro di supervisione del sistema finanziario¹². Il testo prevede l'istituzione dell'European Systemic Risk Board (ESRB), a cui viene affidata la supervisione macro-prudenziale e di tre nuove authority destinate ad operare a livello di vigilanza sui singoli istituti l'European Banking Authority (EBA), l'European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) e l'European Securities and Markets Authority (ESMA). Tutte le authority costituiscono un unico sistema di supervisione a livello comunitario (ESFS – European System of Financial Supervision)¹³.

A valle della definizione del nuovo assetto della sorveglianza la Commissione avvia il processo di costruzione delle norme necessarie a rendere effettivo l'operato delle nuove istituzioni comunitarie.

Il 6 giugno 2012 la Commissione Europea avanza una proposta per rivedere in modo organico le disposizioni che regolano il fallimento e il salvataggio degli istituti bancari. L'esperienza del salvataggio da parte dei singoli Stati, al di fuori di un piano organico, ha infatti generato un peso enorme sul debito pubblico dei paesi che maggiormente hanno dovuto affrontare i salvataggi¹⁴.

L'accordo tra gli Stati membri per gestire il "fallimento ordinato" di un istituto di credito viene raggiunto il 27

¹² Regulation (EU) No 1092/2010 of the European Parliament and of the Council, 24 novembre 2010 "European Union macro-prudential oversight of the financial system and establishing a European Systemic Risk Board"
<https://www.esrb.europa.eu/shared/pdf/ESRB-en.pdf>

¹³ Le authority che hanno sede a Francoforte (ESRB ed EIOPA), a Parigi (ESMA) e Londra (EBA) sono operative dal 1 gennaio 2011

¹⁴ Il Presidente della Commissione Barroso ha dichiarato nella conferenza stampa di presentazione del progetto "L'UE sta attuando a pieno gli impegni assunti nel quadro del G20. A due settimane dal vertice di Los Cabos, la Commissione presenta una proposta che contribuirà a tutelare i contribuenti e le nostre economie dagli effetti di eventuali dissesti bancari futuri. La proposta odierna segna un passo fondamentale verso l'unione bancaria nell'UE e responsabilizzerà il settore bancario: contribuirà così ad assicurare in futuro stabilità e fiducia nell'UE, in un momento in cui operiamo per rafforzare e integrare ulteriormente le nostre economie interdipendenti.", 6 giugno 2012

giugno 2013 nel corso della riunione dell'Ecofin aprendo la strada alla definizione della nuova legislazione che verrà approvata dal Parlamento Europeo il 15 aprile 2014 (2014/59/UE - Bank Recovery and Resolution Directive - BRRD)¹⁵.

Il 10 luglio 2013 la Commissione Europea definisce una proposta per creare un meccanismo unico per la risoluzione delle crisi bancarie (SRM - Single Resolution Mechanism), come passaggio fondamentale per implementare la *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD) in quel momento in via di completamento. La crisi del sistema bancario Cipriota è stata, come già ricordato, il detonatore che ha mosso le autorità di Bruxelles a proporre una nuova fase di integrazione del sistema di supervisione bancaria¹⁶. La proposta viene approvata dal Consiglio Europeo del 18 dicembre 2013 e successivamente deliberata dal Parlamento Europeo nella seduta del 15 aprile 2014. Il 21 maggio ventisei stati membri siglano l'accordo (InterGovernmental Agreement - IGA) in cui si impegnano a ratificare la normativa entro il primo gennaio 2016.

Alla fine il 30 luglio 2014 la regolazione che stabilisce il SRM viene pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale Europea. Poiché il provvedimento ha il suo fondamento nelle previsioni contenute nell'articolo 114 del Trattato ("Ravvicinamento delle legislazioni") lo stesso trova applicazione in tutti i 28 paesi membri della UE, indipendentemente dalla partecipazione alla moneta unica.

¹⁵ La Direttiva viene pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale Europea il 12 giugno 2014 e trova applicazione per tutti gli stati membri a partire dal 1 gennaio 2015.

¹⁶ "The recent financial crisis in Cyprus highlighted the need for swift and decisive action backed by EU-level funding arrangements financed by the banking sector, in order to avoid a situation in which bank resolution conducted at national level would have a disproportionate impact on the real economy, and to curb uncertainty and prevent bank runs and contagion of other parts of the euro area and the Internal Market. A network of national authorities, even if coordinated at intergovernmental level, is not sufficiently operational in this respect", in Banking Union – Single Resolution Mechanism (SRM), UE, leaflet luglio 2013.

La struttura dell'Unione bancaria

L'Unione Bancaria coinvolge invece tutti i paesi dell'Eurozona anche se è aperta a tutti gli altri paesi dell'Unione Europea che possono aderirvi su base volontaria. Essa si fonda su due pilastri:

- ✓ la vigilanza unica, inquadrata come meccanismo di vigilanza unica (Single Supervisory Mechanism - SSM)¹⁷;
- ✓ un unico processo di monitoraggio e salvataggio delle banche, Single Resolution Mechanism (SRM).

Nel corso del 2014 si sono svolte le diverse fasi del comprehensive assessment che ha riguardato l'analisi di asset quality delle banche e gli stress test¹⁸ e che ha portato all'avvio del sistema di vigilanza affidato alla Banca Centrale Europea il 4 novembre dello stesso anno. La BCE esercita direttamente la vigilanza sui principali 123 istituti bancari presenti nell'Eurozona, mentre alle autorità nazionali spetta la vigilanza, da esercitare secondo un principio di applicazione secondo proporzionalità delle regole comuni, delle banche cosiddette *less significant*¹⁹.

¹⁷ "Quanto alle modalità di funzionamento, la Vigilanza europea segna alcune differenze rispetto al modello vigente nel nostro paese: oltre all'inevitabile allungamento della catena decisionale, la differenza più significativa è quella di affidare il controllo nel continuo di ciascuna banca vigilata a un team dedicato di risorse, il c.d. joint supervisory team (JST), composto da funzionari di norma espressi in via prevalente dalle autorità nazionali, "rappresentate" da un coordinatore locale. Il JST è una unità di staff, non incardinata in una struttura gerarchica, affidata al coordinamento di manager intermedi della BCE, che gode di una significativa autonomia operativa. Nel modello della Vigilanza italiana, tali compiti erano affidati – continuano ad esserlo per le banche *less significant* – a unità di linea (le divisioni), dirette da un capo intermedio, coordinato da un senior manager, operanti all'interno di una struttura organizzativa piramidale."

Carmelo Barbagallo, "La vigilanza bancaria unica: sfide e opportunità", relazione al Convegno "Unione Bancaria e Basilea 3 – Risk & Supervision 2015", Roma 23 giugno 2015

¹⁸ Gli stress test hanno riguardato tutti gli istituti sottoposti alla vigilanza diretta per un totale di 3.700 miliardi di asset e si sono conclusi nell'ottobre 2014

¹⁹ Le banche *less significant* sono 3.400 pari a circa il 15 per cento delle attività del sistema bancario nell'area dell'euro.

A sua volta il Single Resolution Mechanism (SRM) prevede la costituzione di un Single Resolution Board (SRB), istituito come agenzia indipendente dell'Unione Europea. Il SRB si avvale di un fondo da utilizzare per gli interventi (Single Resolution Fund - SRF), che avrà a regime (entro 8 anni) una dotazione di 55 miliardi di Euro, interamente apportati dalle stesse banche che partecipano al sistema.

Il Board è responsabile di tutte le decisioni da assumere quando si manifestano problemi a livello di singola banca. Il sistema è operativo dal 1 gennaio 2016.

Sebbene il Single Resolution Mechanism si rivolga all'insieme degli istituti bancari dell'Eurozona che sono controllati dalla BCE lo stesso si basa su un sistema di regole valide per tutti i 28 stati membri.

Il quadro di riferimento europeo prevede la definizione di regole comuni per la determinazione del Capitale (Capital Requirements Directive Regulation), di un processo comune per la gestione delle crisi bancarie (Directive on Bank Recovery and Resolution) e di una garanzia per i depositi fino a 100,000 Euro (Deposit Guarantee Schemes - DGS). Le garanzie sono attualmente fissate a livello nazionale, ma la Commissione ha proposto la creazione di uno schema operante a livello pan europeo (European Deposit Insurance Scheme - EDIS)²⁰.

La struttura delle nuove regole: (a) monitoraggio

Il nuovo meccanismo prevede due modalità di azione delle autorità di vigilanza.

- ✓ La prima si esercita a livello di monitoraggio e dovrebbe consentire l'adozione di provvedimenti

²⁰ Nel corso della conferenza stampa del provvedimento varato il 24 novembre 2015 il Commissario alla Stabilità finanziaria, ai servizi finanziari e ai mercati dei capitali, Jonathan Hill, ha enunciato le finalità del provvedimento: "The crisis revealed the weaknesses in the overall architecture of the single currency. Since then, we have put in place a single supervisor and a single resolution authority. Now we need to take steps towards a single deposit guarantee scheme. As we do so, step by step, we need to make sure that risk reduction goes hand in hand with risk sharing. That is what we are determined to deliver."

Il meccanismo opererà in una prima fase come una coassicurazione degli schemi nazionali DGS. Il meccanismo sarà pienamente a regime entro il 2024, quando sostituirà completamente gli schemi nazionali.

di carattere preventivo atti ad evitare il deterioramento delle posizioni delle banche.

- ✓ La seconda interviene nel caso in cui i sistemi preventivi non abbiano funzionato e l'istituto presenti una situazione di dissesto.

Il processo di monitoraggio da parte delle autorità di vigilanza assegna alle stesse strumenti di intervento per correggere per tempo i fatti straordinari che possono mettere a repentaglio la solidità dell'istituto.

Cardine del sistema di gestione preventiva dei dissesti è il cosiddetto "piano di risanamento". Ogni banca e intermediario finanziario dovrà predisporre e far approvare all'autorità di vigilanza (BCE per le banche più grandi e banche centrali nazionali per quelle di minore dimensione) un piano che stabilisca in anticipo (e in dettaglio) cosa fare quando si verificano eventi avversi, endogeni o esogeni (ad esempio, una fuga dei depositi, il cambiamento della struttura dei tassi d'interesse, il default del debito sovrano) in grado compromettere la stabilità dell'istituto. Questo approccio dovrebbe scongiurare il rischio di dover assumere decisioni non meditate e spesso inefficaci sotto la costrizione dell'emergenza e dell'urgenza.

Nell'ambito dell'insieme dell'impianto di vigilanza assume rilevanza centrale la definizione dei meccanismi di gestione della crisi che vengono assunti come parte integrante dei percorsi di risoluzione. La delicatezza delle situazioni di dissesto di un istituto bancario e l'insieme degli intrecci e delle conseguenze che possono derivare rappresentano forse l'aspetto più insidioso del processo da affrontare. Il contenimento dei rischi di contagio costituisce quindi il principale obiettivo da perseguire. Questo si ottiene appunto attraverso metodologie di *crisis management*, cioè di procedure deputate alla gestione delle situazioni di forte instabilità.

La struttura delle nuove regole: (b) salvataggio

La gestione della crisi viene diretta dal Single Resolution Board con sede a Bruxelles quando sono coinvolte le grandi banche, ovvero da una struttura operativamente indipendente della singola Banca Centrale nazionale per le altre.

Il SRB predisporre un piano di gestione o un "piano di risoluzione", che, analizzate le caratteristiche della singola banca, individua le azioni più adatte e le attua nei confronti dell'intermediario in crisi. Come detto l'operato di questa istituzione ha una valenza preventiva ed è chiamata ad anticipare le eventuali situazioni di crisi. Per questo l'autorità di risoluzione può assumere provvedimenti (ad esempio può imporre una semplificazione della struttura societaria o organizzativa) nei confronti di ogni banca, indipendentemente dal fatto che la stessa si trovi in una situazione di crisi conclamata. Per le stesse ragioni, qualora si verificasse una violazione delle regole prudenziali, l'autorità può imporre specifiche disposizioni comportamentali o deliberazioni agli amministratori, può anche rimuovere gli stessi, il top management e i componenti degli organi di controllo, e può affiancarli o sostituirli con uno o più amministratori temporanei.

Bail In

Quando la crisi è ormai conclamata e vi sia pericolo per la stabilità del sistema, scatta il processo di "risoluzione" vero e proprio²¹. Questo consente all'autorità competente di intervenire in modo immediato sulla situazione in atto al fine di preservare la continuità delle funzioni della banca.

Il SRB, anche avvalendosi di un amministratore speciale, potrà attivare una serie di strumenti complessi:

- ✓ vendere la banca, in tutto o in parte a un soggetto terzo;

²¹ "Sottoporre una banca a risoluzione significa avviare un processo di ristrutturazione gestito da autorità indipendenti – le autorità di risoluzione – che, attraverso l'utilizzo di tecniche e poteri offerti ora dalla BRRD, mira a evitare interruzioni nella prestazione dei servizi essenziali offerti dalla banca (ad esempio, i depositi e i servizi di pagamento), a ripristinare condizioni di sostenibilità economica della parte sana della banca e a liquidare le parti restanti. L'alternativa alla risoluzione è la liquidazione. In particolare, in Italia, continuerà a poter essere applicata la liquidazione coatta amministrativa disciplinata dal Testo unico bancario, quale procedura speciale per le banche e gli altri intermediari finanziari, sostitutiva del fallimento applicabile alle imprese di diritto comune."

Banca d'Italia, "Che cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie", Roma, 8 luglio 2015



- ✓ trasferire le attività, a un ente provvisorio laddove non sia possibile trovare in tempi brevi una collocazione per gli asset della banca;
- ✓ trasformare in nuovi soci i creditori, diluendo o annullando al contempo le posizioni dei “vecchi” detentori di quote del capitale sociale (*bail-in* vero e proprio)
- ✓ ricorrendo ad aiuti pubblici, come soluzione di ultima istanza, quando l’applicazione dei meccanismi di risoluzione non è sufficiente a evitare rischi per la stabilità finanziaria.

Nel caso in cui il SRB non riuscisse a portare termine la transazione che metterebbe in sicurezza la banca, ovvero nel caso in cui la banca manifestasse reali pericoli di insolvenza prima che si possa concretizzare un intervento di salvataggio, si procederebbe a realizzare il ripianamento economico coinvolgendo appunto gli investitori e i creditori della banca stessa.

Lo schema di ricostituzione del capitale chiama in causa i diversi soggetti secondo uno schema prestabilito di gradualità progressiva:

- ✓ I primi ad essere coinvolti sono i detentori di strumenti di capitale. I soci vedono in questo caso annullata o fortemente diluita la propria quota.
- ✓ Successivamente sono coinvolti i possessori dei titoli di debito subordinati.
- ✓ A seguire verrebbero coinvolti gli obbligazionisti senior non assicurati (*unsecured*) e le grandi imprese;
- ✓ Infine sono prelevati i depositi superiori a 100 mila Euro intestati a persone fisiche o piccole e medie imprese.

In linea generale tutte le passività non espressamente escluse entrano a far parte del *bail-in*.

In base alle disposizioni sono invece completamente esclusi dal processo e di conseguenza non vengono svalutati e neppure convertiti in capitale:

- ✓ i depositi di importo fino a 100.000 euro;
- ✓ le passività garantite, inclusi i covered bonds e gli altri strumenti garantiti;

- ✓ i beni detenuti per conto della clientela o in virtù di una relazione fiduciaria (ad esempio il contenuto delle cassette di sicurezza e i titoli detenuti in un conto apposito);
- ✓ le passività interbancarie (ad esclusione dei rapporti infragruppo) con durata originaria inferiore a 7 giorni;
- ✓ le passività derivanti dalla partecipazione ai sistemi di pagamento con una durata residua inferiore a 7 giorni;
- ✓ i debiti verso i dipendenti, i debiti commerciali e quelli fiscali purché privilegiati dalla normativa fallimentare.

In ogni caso quando ricorrano seri e comprovati rischi di stabilità finanziaria ovvero di compromettere la continuità di funzioni essenziali, le autorità possono discrezionalmente escludere ulteriori passività. Tale esclusione è comunque subordinata all’approvazione dalla Commissione Europea.

Dal punto di vista operativo la norma prevede che le penalizzazioni si applichino secondo la scala di priorità prima indicata per un importo pari almeno all’8% del totale delle passività.

Solo nel caso in cui tale intervento sia stato espletato e non sia risultata sufficiente può intervenire il Fondo di risoluzione per un importo massimo pari al 5% del passivo. A questo scopo ogni paese dovrà costituire un Fondo nazionale di risoluzione per un importo pari almeno allo 0,8% dei totale depositi dei depositi di tutte le istituzioni creditizie nazionali. Il finanziamento del Fondo, che dovrà essere costituito in 10 anni, sarà interamente a carico delle banche.

Intervento di ultima istanza. *Bail-out*

Solamente se la capienza del Fondo nazionale non fosse sufficiente, la banca potrà accedere ad un prestito del Governo che dovrà però essere interamente rimborsato. Se esauriti tutte gli interventi messi a disposizione dalla nuova procedura la banca avrà bisogno di nuovi fondi, e laddove si ravvisi un evidente rischio di instabilità finanziaria riconosciuto anche dalla Commissione Europea, si potrebbe ricorrere al meccanismo di *bail-out*.

In ogni caso questa situazione presuppone l'esaurimento di tutte le posizioni di capitale e di debito.

In coda a questo complessissimo sistema vi è infine la possibilità di ricorrere all'European Stability Mechanism (ESM). L'intervento del fondo comunitario sarà circoscritto solo al caso in cui non ci sia capienza nel Fondo di risoluzione nazionale e il paese interessato si trovi in situazioni di difficoltà strutturali.

In prima battuta l'intervento dell'ESM prevede il conferimento di risorse allo stato richiedente e andrà quindi ad aumentare il debito pubblico, ovvero nei casi più gravi sarà lo stesso ESM a garantire la ricapitalizzazione senza passare attraverso un incremento del debito pubblico del paese.

Il percorso italiano

Il percorso che ha portato all'introduzione delle nuove norme nell'ordinamento italiano è partito il 2 luglio 2015, con il recepimento da parte del Parlamento della Direttiva europea (L. n 114/2015) e il conferimento al Governo di una delega per la predisposizione dei decreti attuativi. A seguire, in novembre sono stati acquisiti i pareri delle competenti commissioni parlamentari sui decreti legislativi, prima del ritorno in Consiglio dei Ministri per il varo definitivo degli stessi. L'iter si è concluso il 16 novembre 2015 con la pubblicazione in Gazzetta ufficiale del testo degli stessi (Dlgs 180/2015 e 181/2015).

Il primo introduce la nuova procedura di risoluzione che si aggiunge alla liquidazione coatta amministrativa che costituiva l'unica procedura concordale ammissibile per le banche. Con essa viene introdotto anche il cosiddetto *bail-in* che limita il ricorso al denaro pubblico nel processo di salvataggio degli istituti di credito.

Il secondo decreto, il n. 181, apporta le modifiche al TUB e al TUF coerenti con le nuove disposizioni.

Il completamento del quadro normativo ha consentito al Consiglio dei Ministri di dare il via con un decreto legge approvato il 22 novembre 2015 all'operazione di salvataggio di quattro banche commissariate alle quali è

stato applicato il meccanismo di coinvolgimento degli azionisti e degli obbligazionisti²².

Tutte le parti coinvolte hanno sottolineato come l'intervento sia avvenuto senza "alcuna forma di finanziamento o supporto pubblico alle banche in risoluzione o al Fondo nazionale di risoluzione". L'intervento ha creato quattro good bank, Nuova Cariferrara, Nuova Banca Etruria, Nuova Banca Marche e Nuova Carichieta, a cui sono state conferite le attività dei vecchi istituti assieme ad una bad bank che raccoglie le sofferenze degli istituti di credito²³.

Di fatto l'anticipo delle misure nel 2015 ha evitato l'applicazione della parte più controversa del *bail-in*, il prelievo sui depositi di importo superiore ai cento mila euro.

La liquidità necessaria al Fondo di risoluzione per iniziare immediatamente ad operare, come conferma il Comunicato da Banca d'Italia, è stata "anticipata da tre grandi banche (Banca Intesa Sanpaolo, Unicredit e UBI Banca), a tassi di mercato e con scadenza massima di 18 mesi"²⁴.

Il Comunicato della Nuova Banca Marche specifica il senso dell'operazione che è stata condotta: "*La minaccia di possibili rischi per i nostri depositanti che qualche giornale (e qualche concorrente) aveva paventato è da oggi definitivamente sventata. [...] L'operazione non è costata nulla ai contribuenti italiani, ed anche questo è un fatto molto importante se pensiamo a quanto hanno pesato all'estero i salvataggi bancari sulle tasche dei cittadini. In questo caso il ruolo ampiamente maggioritario è stato sostenuto dal complesso del sistema bancario*

²² La bad bank è un soggetto privo di licenza bancaria a cui è affidato il compito di recuperare i crediti deteriorati. Tali crediti del valore di 8,5 miliardi di Euro saranno svalutati e conferiti per un controvalore di circa 1,5 miliardi.

²³ Tali crediti del valore di 8,5 miliardi di Euro saranno svalutati e conferiti per un controvalore di circa 1,5 miliardi.

²⁴ Banca d'Italia, "Informazioni sulla soluzione delle crisi di Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, CariChieti e Cassa di Risparmio di Ferrara", Roma 22 dicembre 2015.

La stessa Banca centrale ha pubblicato il 19 gennaio 2015 sui quotidiani economici (ad esempio Financial Times, pag. 17) un annuncio per richiedere una manifestazione di interesse per l'acquisizione dei nuovi istituti

che è intervenuto prontamente. La protezione dei depositanti e dei detentori di obbligazioni senior ha poi richiesto da parte dell'Autorità di Risoluzione sacrifici agli azionisti ed ai possessori di obbligazioni subordinate della vecchia banca, dei quali ben comprendiamo il rammarico.²⁵ Infine il Comunicato stampa della Commissione Europea, ripropone in modo più dettagliato l'intero processo evidenziando tra l'altro come in realtà vi sia stato un intervento del Fondo di risoluzione nazionale di 3,6 miliardi di Euro che "conformemente alla normativa europea, l'operazione sarà finanziata dai contributi del settore finanziario"²⁶. Lo stesso comunicato ricorda come esso sia coerente da una parte con le disposizioni sulla limitazione degli aiuti di stato e dall'altra con le politiche di ristrutturazione del sistema finanziario comunitario²⁷. Proprio il passaggio sugli aiuti di stato è rilevante nella misura in cui riafferma la decisione assunta il 10 luglio 2013 con cui la Commissione europea ha assunto le modifiche necessarie a limitare gli interventi da parte degli stati nella ricapitalizzazione degli istituti²⁸.

I profili di rischio

Il caso italiano ha costituito per certi versi una sorta di involontario test per misurare la risposta dei risparmiatori e dell'opinione pubblica all'applicazione delle nuove regole. Sebbene il salvataggio delle quattro banche italiane sia stato affrontato solo in analogia con le nuove

²⁵ Comunicato stampa "Parte la Good Bank – Nuova Banca delle Marche", 23 novembre 2013,

<http://m.bancamarche.it/ComunicatoStampa.aspx?id=339>

²⁶ Commissione europea - Comunicato stampa "Aiuti di Stato: la Commissione approva i piani di risoluzione di quattro piccole banche italiane: Banca Marche, Banca Etruria, Carife e Carichieti", 22 novembre 2015

http://europa.eu/rapid/press-release_IP-15-6139_it.htm

²⁷ "Le norme comuni dell'UE sul sostegno pubblico alle banche nel contesto della crisi finanziaria incoraggiano l'uscita dal mercato degli operatori non efficienti, consentendo al tempo stesso che il processo di uscita si svolga in modo ordinato così da tutelare la stabilità finanziaria. Le norme garantiscono inoltre che l'aiuto sia limitato al minimo necessario e attenuano le distorsioni della concorrenza determinate dalle sovvenzioni, che conferiscono alle banche beneficiarie degli aiuti un vantaggio rispetto ai concorrenti.", ibidem

²⁸ Commissione Europea, Comunicato stampa "State aid: Commission adapts crisis rules for banks", 10 luglio 2013

http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-672_en.htm

previsioni evitando di intaccare i depositi, l'azzeramento del capitale e la cancellazione del debito obbligazionario subordinato hanno creato consistenti reazioni negative.

E' difficile catalogare tutte le ragioni che hanno animato le voci critiche che si sono levate in queste settimane. Tralasciando quelle che hanno una impronta esclusivamente polemica rimangono diversi aspetti che devono essere necessariamente esaminati con serietà.

Le critiche si sono concentrate soprattutto sul comportamento delle banche in dissesto e dei loro vertici. Questo è un tema doveroso è interessante per il giornalismo, la politica e, in caso di reati, per la magistratura. In un'ottica di esame dei rischi quello che veramente conta è capire quali siano state le ragioni per le quali i meccanismi preventivi di vigilanza non abbiano funzionato. La risposta a questa domanda è l'unica che davvero conta per delimitare il rischio prospettico del ripetersi di condizioni simili.

Allo stesso modo la critica al modo in cui gli strumenti subordinati sono stati collocati va di pari passo con le valutazioni sulla qualità dell'impianto del materiale informativo redatto sulla base delle disposizioni della vigilanza. La bulimia informativa imposta dalle disposizioni regolamentari è servita forse a rimuovere le responsabilità formali imputabili alle authority ma non ha risolto il reale bisogno informativo dei sottoscrittori.

C'è infine da affrontare tutto il problema del livello di formazione finanziaria del paese. Tutti discorsi che ci porterebbero troppo distante dall'obiettivo concreto di questo documento.

Tornando all'esame dei rischi ci rimane da considerare una questione che va al di là dell'impatto sui portafogli delle crisi bancarie. Proprio il caso delle banche italiane evidenzia la difficoltà a costruire il consenso attorno alle misure da adottare. Se esse appaiono sostenibili e legittime sul piano logico e formale allo stesso tempo incontrano ostacoli di ogni genere quando devono essere applicate. È qui si apre un paradosso difficilmente risolvibile tra ciò che dovrebbe essere fatto è quello che è possibile fare.

Il tema del risparmio è troppo delicato, troppo intimamente legato con la percezione della sicurezza individuale e collettiva per legittimare applicazioni

eccessivamente meccanicistiche. Non a caso proprio a ridosso della partenza del processo di fallimento ordinato ci si sta cimentando nel tentativo di trovare soluzioni che consentano parzialmente di eludere la rigida applicazione della norma.

Già all'indomani della “sforbiciata” a danno dei creditori delle quattro banche italiane il Governo ha cercato di correre ai ripari per proporre una compensazione che consenta di mitigare il danno economico creato, venendo incontro alle istanze di chi ha perso parte dei propri risparmi. Gli spazi di manovra sono comunque molto contenuti pendendo su ogni intervento pubblico il pericolo di incorrere in una fattispecie di indebito aiuto di stato. Per aggirare questo ostacolo sembra plausibile percorrere la strada giudiziale, inquadrando i rimborsi come contropartita a fronte di fattispecie di truffa ai danni dei risparmiatori.

Al di là dei singoli casi che sicuramente sono attribuibili a comportamenti illeciti più o meno coordinati, mi sembra di poter osservare che imboccando questa strada si arrivi a un nuovo vicolo cieco. L'intero sistema del credito e del risparmio gestito si fonda sulla fiducia tra i vari attori. Soffiare su tasti eccessivamente emotivi provocherebbe modifiche nei modelli di comportamenti delle famiglie destinate a perdurare nel tempo.

D'altra parte la preoccupazione per la risposta dell'opinione pubblica non è solo italiana se è vero che altri paesi stanno cercando di aggirare per quanto possibile il meccanismo appena introdotto.

Il Portogallo ad esempio ha anticipato la scadenza del gennaio 2016 provvedendo in prossimità del fine anno a sostenere l'istituto di credito Banif con un'iniezione di circa 2,3 miliardi di Fondi pubblici²⁹.

²⁹ Il Banco Internacional do Funchal pur operando su scala nazionale svolge un ruolo centrale nell'economia dell'arcipelago di Madeira. Dopo essere stata salvata e ricapitalizzata la Banca è stata venduta al Banco Santander. L'operazione è stata condotta (21 dicembre 2015) con un apporto di 489 milioni del Fondo di Risoluzione nazionale, alimentato dalle banche che operano in Portogallo e per 1,76 miliardi direttamente dallo Stato. In realtà lo Stato controllava già il 65% dell'Istituto.

Il tema non è di poco conto in quanto rischia di alimentare ulteriormente i venti euroscettici che soffiano in molti paesi. Ancora una volta le istituzioni di Bruxelles si presentano ai cittadini europei come soggetti responsabili di decisioni dolorose che ricadono su di essi. In questo contesto è facile evocare le paure e alimentare ragionamenti demagogici e populistici.

Anche a livello micro occorre adattarsi velocemente alla nuova situazione. Si è già avuto modo di affrontare il tema della determinazione e dell'aggiornamento del livello di rischio associato a questa asset class e delle conseguenti determinazioni che possono essere assunte a livello di linee guida delle politiche di investimento relativamente alla categoria di obbligazioni in oggetto.

Un altro aspetto che deve essere considerato riguarda la questione del cosiddetto mispricing, cioè una non adeguata stima del prezzo che potrebbe risultare insufficiente a remunerare i diversi rischi impliciti. L'aumento della componente di rischio dovrebbe infatti avere come contropartita un aumento del premio associato ad esso.

I subordinati bancari di norma già scontano un rischio liquidità che deriva da un minore spessore del segmento mercato soprattutto nei momenti di tensione. A questo si aggiunge un *extension risk*, cioè un rischio circa la durata effettiva dell'esposizione e un aumento del rischio credito. Sebbene, come si è più volte ricordato in questo documento, questi rischi fossero già teoricamente presenti il nuovo contesto ne ha modificato le probabilità di occorrenza.

Pertanto le valutazioni sulla convenienza degli strumenti devono essere assunte considerando se, e in che misura, tutti i fattori di rischio trovino la loro corretta remunerazione. Questa considerazione appare quanto mai opportuna in un momento come quello attuale in cui si manifestino in modo più pressante esigenze di extra rendimento rispetto alle asset class tradizionali.