

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

Estratto dal n. 2/2016

Il bail-in e le banche italiane: due visioni e tre risposte concrete. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio»

Luca Erzegovesi

Direzione scientifica:

Filippo Annunziata, Paoloefisio Corrias, Fulvio Cortese, Matteo De Poli, Raffaele Di Raimo, Aldo Angelo Dolmetta, Alberto Gallarati, Raffaele Lener, Paola Lucantoni, Alberto Lupoi, Daniele Maffeis, Elisabetta Piras, Maddalena Rabitti, Filippo Sartori, Maddalena Semeraro, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direzione esecutiva:

Alberto Gallarati, Paola Lucantoni, Elisabetta Piras, Francesco Quarta, Maddalena Semeraro

Comitato editoriale:

Francesco Auteliano, Jacopo Crivellaro, Stefano Daprà, Massimo Mazzola, Manila Orlando, Andrea Marangoni, Carlo Mignone, Edoardo Rulli, Francesco Scarfò, Stefania Stanca.

Gli articoli pubblicati in questa rivista sono stati sottoposti a valutazione da parte di due revisori con il sistema del doppio cieco.

Il bail-in e le banche italiane: due visioni e tre risposte concrete. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio»^(*)

1. Introduzione

Non ricordo, a mia memoria, una modifica dell'ordinamento bancario che abbia avuto un impatto paragonabile al recepimento¹ della direttiva europea sul risanamento e la risoluzione degli enti creditizi (*Bank recovery and resolution Directive, BRRD*), avvenuto il 16 novembre 2015 alla vigilia del salvataggio delle "quattro banche" dell'Italia centrale². Il tema continua ad occupare uno spazio enorme sui media nel dibattito politico, e ancor di più nel comune sentire. Come studioso di economia degli intermediari finanziari, che si è occupato spesso di *risk management*, non ho ancora metabolizzato i cambiamenti epocali che questa rivoluzione sta portando con sé. Posso soltanto proporre delle riflessioni iniziali, per non dire delle impressioni, che attingono alla cronaca concitata delle ultime settimane, nell'attesa che i temi sul tappeto passino al vaglio più meditato del dibattito scientifico. Non illustro qui compiutamente gli istituti per la gestione delle crisi introdotti con la BRRD, che presumo noti al lettore.

Di fronte a una novità così spiazzante, occorre prima di ogni altra cosa scegliere l'atteggiamento giusto per capire che cosa ci troviamo davanti. Molte posizioni espresse nel dibattito corrente nascono a mio parere da atteggiamenti inadeguati.

C'è chi vede nel *bail-in* un elemento di progresso, di *creative destruction*. Per quanti sostengono questo punto di vista³, ben venga l'emersione dei dissesti bancari e la loro sistemazione con i nuovi strumenti: soltanto così daremo una scossa salutare a un sistema bancario autoreferenziale, inefficiente e apriremo le porte della *governance* a investitori più forti per dotazione di capitale e capacità di innovare i modelli operativi. Finalmente andremo oltre il modello bancocentrico in cui i clienti chiedono troppo alle loro banche, e viceversa; l'intermediario esposto al *bail-in* smetterà di essere un concentratore di rischi che sorgono e rimangono all'interno dei mercati locali della raccolta e dei prestiti, che favorisce e protegge cordate e clientele politico-imprenditoriali con la scusa del legame con il territorio.

C'è, di contro, chi continua a giudicare valido il modello tradizionale di gestione preventiva delle crisi, retto da forti vincoli di solidarietà a livello di sistema bancario⁴. In Italia, paese ricco di risparmio, le banche seguono un modello di interme-

diatazione semplice, autarchico, sotto la supervisione stretta dell'Organo di Vigilanza. La raccolta diretta in depositi e obbligazioni finanzia gli impieghi verso imprese e famiglie e l'investimento nei titoli del Tesoro italiano, in maniera che tutti i prenditori beneficino di un costo del capitale calmierato. Un sistema siffatto è meno esposto a crisi sistemiche, e lo ha dimostrato allo scoppio della crisi del 2008, superata senza necessità di aiuti pubblici rilevanti. Pur gravate dalle sofferenze accumulate nelle ripetute gravi recessioni, le banche italiane disporrebbero ancora delle risorse necessarie per assorbire i dissesti potenziali, e sarebbero ancora disposte a spenderle per salvaguardare il loro bene più prezioso, la fiducia dei risparmiatori⁵.

Trovo inadeguate entrambe le posizioni.

La prima ha il merito di richiamare l'attenzione su urgenze reali⁶, ma non è altrettanto credibile quando pone fiducia *a priori* nelle soluzioni, anche dirimpenti, prodotte dal libero esplicarsi delle forze di mercato. Cambiare è certamente un imperativo, ma occorrono prudenza e discernimento perché i nuovi rimedi non hanno passato test di laboratorio *in vitro*, sono sperimentati *in vivo* e possono avere effetti collaterali anche gravi, come si preciserà più avanti. Inoltre, le specificità nazionali del nostro sistema finanziario non sono tutte necessariamente delle tare ereditarie da rimuovere. L'analisi storica⁷ ha riscontrato come i sistemi finanziari di ogni Paese si adattino ai tratti unici del loro sistema legale, politico e amministrativo, originando così differenze che persistono in orizzonti secolari. Di queste differenze, alcune sono anacronismi da superare, ma altre restano necessarie per far funzionare efficacemente il sistema. Facendo *tabula rasa* lasceremmo insoddisfatta una parte vitale della domanda di intermediazione finanziaria dell'economia reale.

La seconda posizione "tradizionalista" ha il difetto di guardare al passato, cosa che il mondo di oggi non consente più di fare. La "risoluzione" delle quattro banche ha scosso dalle fondamenta le certezze sulla capacità del sistema Italia di farcela da solo. Forse i mezzi per intervenire in maniera concertata tra banche e Autorità nazionali ci sono ancora, ma le nuove regole europee legano le mani quando si tratta di utilizzarli⁸. Quelle risorse si vanno comunque assottigliando, e i focolai di

si bancarie dall'approvazione della legge bancaria, nel 1936, a oggi. L'intervento preventivo condotto con queste modalità ha consentito la continuità aziendale, protetto il risparmio, tutelato le funzioni essenziali delle banche; esso ha realizzato, in sintesi, i medesimi obiettivi che sono ora alla base della normativa europea. Lo ha fatto senza che i risparmiatori italiani perdessero una lira o un euro in relazione a crisi, anche gravi, di singoli intermediari."

⁵ È questa la posizione ufficiale sostenuta dall'Associazione Bancaria Italiana, come ad esempio in questa audizione parlamentare sulla situazione del sistema bancario italiano (Sabatini, 2015).

⁶ Ad esempio, trovo fondate le posizioni qui espresse da un noto blogger (Seminerio, 2016).

⁷ Si veda (Fohlin, 2000).

⁸ Nell'audizione parlamentare sul salvataggio delle quattro banche (Barbagallo, 2015), il Capo del Dipartimento Vigilanza della Banca d'Italia constatava l'impossibilità di attuare interventi sulle linee sperimentate in passato: "Come ho già detto, questa modalità di intervento [preventivo] era stata attentamente considerata e definita nei dettagli dal Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (FITD) per gestire il dissesto delle quattro banche poi oggetto di risoluzione. La sua attuazione non è stata però possibile in quanto l'intervento del FITD è

(*) Tenutosi a Trento, 12 febbraio 2016.

¹ Decreti legislativi n. 180 e 181 del 16 novembre 2015, di attuazione della direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento.

² Decreto-legge n. 183 del 22 novembre 2015, Disposizioni urgenti per il settore creditizio. Il d-l è successivamente decaduto e i suoi effetti sono stati fatti salvi dalla Legge 28 dicembre 2015, n. 208 (legge di stabilità per il 2016).

³ Si veda come esempio questo post di un noto sito di dibattito economico (Noisefromamerika, 2015).

⁴ I tratti del modello preventivo sono ben riassunti nell'audizione parlamentare della Banca d'Italia sul salvataggio delle quattro banche (Barbagallo, 2015): "In Italia la funzione preventiva dei fondi di garanzia dei depositanti è stata la linea portante della soluzione delle cri-

crisi si fanno più minacciosi. Cambiare è comunque un imperativo. Il processo di attuazione della *Banking Union* è ormai irreversibile. Il nuovo impianto di *crisis management* è soltanto il primo passo di un nuovo sistema di vincoli fiscali e di regole prudenziali, volto a spezzare l'abbraccio fatale (*doom loop*) tra solvibilità delle banche e tenuta delle finanze pubbliche nei singoli Paesi dell'Eurozona⁹. Per quanto incompiuto e ritardabile, questo processo andrà avanti. È il prezzo da pagare per le azioni espansive della Banca Centrale Europea, dalle quali ancora dipendono le condizioni di stabilità delle banche e dei mercati finanziari.

Per valutare se il *bail-in* rappresenta una iattura o una benedizione occorre mettere da parte le contrapposizioni ideologiche, e ripartire da alcune domande molto concrete: i nuovi meccanismi di soluzione delle crisi bancarie funzioneranno come ci si aspetta? Come impatteranno sui mercati finanziari, sui comportamenti degli intermediari? Avremo davvero una difesa più sicura dai fattori di instabilità finanziaria che minacciano le nostre economie dallo scoppio della crisi? E più specificamente, come reagirà nell'era del *bail-in* la banca tradizionale, orientata al mercato domestico, che rappresenta ancora il modello dominante in Italia?

2. Due visioni contrapposte del *bail-in*

Queste domande si possono affrontare partendo da due visioni filosofiche contrapposte: una drammatica, che definirò "hobbesiana", e una più rassicurante, che chiamerò "cartesiana" e tratterò più brevemente.

2.1. La visione "hobbesiana"

Secondo la visione "hobbesiana", la *resolution* di una banca configura una situazione incerta e conflittuale, quasi un ritorno allo stato di natura - *homo homini lupus* - la guerra di tutti contro tutti per accaparrarsi la ricchezza. Può sembrare un paradosso, se pensiamo che i nuovi istituti di gestione delle crisi sono retti da un apparato sofisticatissimo di norme e di autorità di supervisione, l'esatto opposto della defezione dello Stato Leviatano garante dell'ordine che qui sarebbe paventata.

Ebbene, al di là della forma, lo Stato arretrerebbe nella sostanza poiché la risoluzione, con ricorso al *bail-in*, trasferisce una quota rilevante del rischio di crisi bancarie dallo Stato al mercato, e specificamente agli investitori che apportano alle banche capitale di rischio e di debito non garantito.

Peraltro gli investitori, anche quelli professionali, non sono attrezzati per gestire questo rischio secondo un modello "assicurativo" (in senso lato) di mercato. Esiste infatti una sostanziale incertezza (nell'accezione di Knight, 1921), ovvero non trat-

tabile in termini statistici) nel valutare la probabilità dell'evento, la severità delle perdite da esso prodotte, la loro distribuzione tra le diverse classi di investitori.

In primo luogo, il rischio di default delle banche in un contesto macrofinanziario instabile ha natura sistemica, e non è diversificabile.

In secondo luogo, l'incertezza knightiana è dovuta a un fattore tecnico-strutturale, connesso all'opacità e alla mutevolezza delle posizioni di rischio con la quale si confrontano quanti investono in istituzioni finanziarie (Merton e Perold, 1993). La *resolution* è un processo guidato da un preliminare esercizio di valutazione delle attività e passività della banca, nello scenario di riassetto (in senso lato) e nello scenario controfattuale di liquidazione coatta amministrativa¹⁰. L'autorità di risoluzione, per procedere col riassetto, deve dimostrare che tutti i finanziatori della banca ricevono da esso un trattamento migliore rispetto al caso di liquidazione (*no creditor worse off rule*). I dati prodotti da questo esercizio sono ben lontani dall'essere oggettivi, e non di meno guidano la strutturazione del piano di uscita dalla crisi, e le soglie di calibrazione degli interventi chirurgici sulle diverse componenti del passivo, da cui dipende la probabilità di essere svalutati o convertiti, di rimanere in gioco come creditori o azionisti, di perdere o di guadagnare una fetta del controllo della banca.

Il rischio opacità gravita principalmente sulle istituzioni globali di importanza sistemica. Andrew Haldane, capo economista della Bank of England, ha dichiarato in un'intervista che i bilanci delle banche globali sono "*the blackest of black holes*" (Luyendijk, 2015). Nel caso delle banche con modelli operativi tradizionali l'opacità dei bilanci pesa meno, con l'eccezione decisiva dei crediti deteriorati, che nella risoluzione delle quattro banche sono stati "ridotti" per più di metà del valore netto di bilancio nel momento in cui è stata forzata la loro valutazione in uno scenario di liquidazione immediata.¹¹

In terzo luogo, gioca l'incertezza che dipende da fattori comportamentali. Nelle procedure di risoluzione si attivano interazioni complesse tra i comportamenti "strategici" degli operatori di mercato e le azioni delle autorità che intervengono a vario titolo nelle diverse fasi; abbiamo qui una rete di snodi decisionali che coinvolge l'autorità di vigilanza (che attiva il processo), l'unità di risoluzione (che lo gestisce, avendo elaborato prima dell'evento i *resolution plans*), il Governo (che dispone eventuali interventi di "stabilizzazione"), la Commissione europea (che deve autorizzare quegli interventi). Se la banca in dissesto è un gruppo *cross border* inter-

¹⁰ Ai sensi degli art. 23 e 24 del D.Lgs. 180/2015, l'avvio della risoluzione o la riduzione e conversione di azioni, di altre partecipazioni e di strumenti di capitale è preceduto da una valutazione equa, prudente e realistica delle sue attività e passività. La valutazione è effettuata su incarico della Banca d'Italia da un esperto indipendente. In caso di urgenza, può essere preceduta da una valutazione provvisoria effettuata dalla Banca d'Italia.

¹¹ Il citato intervento del Governatore della Banca d'Italia commenta in proposito: "L'accertamento delle perdite e, quindi, dei costi della risoluzione è stato condotto non in modo discrezionale, ma in base a precise norme europee. La valutazione particolarmente conservativa delle sofferenze risponde alle previsioni della BRRD e all'interpretazione della disciplina sugli aiuti di Stato assunta dalla Commissione nel confronto con il Governo italiano; corrisponde all'approssimazione del valore teorico che avrebbero assunto, in media, nell'ipotesi di una loro immediata cessione sul mercato". (Visco, 2016).

stato considerato dagli uffici della Commissione Europea come un aiuto di Stato, assimilando l'utilizzo del Fondo a quello di risorse pubbliche.

Come ho osservato, non condividiamo questo assunto."

⁹ Gli articoli di autorevoli economisti raccolti in (Baldwin e Giavazzi, 2016) illustrano il piano di messa in sicurezza dell'Unione monetaria ispirato dai governi di paesi europei (a cominciare dalla Germania) e recepito da Organi di supervisione, come l'European Systemic Risk Board. Tale piano comprende appunto la piena attuazione della BRRD e limiti alla concentrazione dei portafogli bancari nei titoli del debito pubblico nazionale.

vengono più organi nazionali e gli omologhi a livello di Banca centrale europea (Boccuzzi, 2015).

In un quadro così complesso possono innescarsi dei comportamenti opportunistici o conflittuali. Gli operatori di mercato, così come i Governi, possono fare pressione sui Supervisor per far esercitare a loro vantaggio le discrezionalità consentite dalla BRRD, a esempio in tema di valutazione degli attivi o di esclusione dal *bail-in* di passività non garantite. Da un simile processo negoziale possono uscire vincitori, a seconda dei casi, gli investitori all'ingrosso/internazionali, o quelli al dettaglio/nazionali. Un esempio *ante litteram* è quello del Novo Banco portoghese (Bodereau, 2016) nel quale sono state penalizzate le obbligazioni senior collocate per lo più all'estero, a vantaggio di quelle collocate presso investitori domestici. Possiamo immaginare il contenzioso che potrà nascere nelle aule di tribunale e tra Governi e Autorità di supervisione nazionali e comunitarie. Saranno i maggiori *asset manager* a controllare grossi pacchetti di titoli bancari *distressed* al fine di condizionare il processo di risoluzione esercitando pressione non tanto sulle autorità bancarie preposte (a cui la BRRD dà il potere di forzare una ristrutturazione contro la volontà dei creditori e degli azionisti), ma piuttosto sui Governi, comunque implicati in quanto azionisti delle banche o fornitori di garanzie sulla provvista o sugli asset deteriorati¹².

Prima che i dissesti bancari emergano, che cosa potrà motivare gli investitori a sottoscrivere strumenti alternativi di capitale, obbligazioni subordinate e obbligazioni e altri finanziamenti *bail-inable*? Se il rischio che si accollano fosse valutabile e gestibile con approcci classici di diversificazione dei portafogli, potremmo avere un'offerta stabile di capitale di rischio in senso lato, e sarebbe soltanto un problema di prezzo, di remunerazione di quel capitale.

Nella realtà, il rischio di un titolo esposto al dissesto di una banca non è facilmente diversificabile per l'investitore paziente che lo acquista alla pari quando viene emesso e lo mantiene fino alla scadenza: infatti, quel tipo di operatore consegue un rendimento corrente magari appetibile, rispetto ai tassi *risk free*, ma subisce un'alea che è tutta di segno negativo. A livello di portafoglio abbiamo un cumulo di *downside risk* non compensato da un *upside potential*.

Il discorso cambia per un investitore che entra sugli strumenti ibridi e sul debito *bail-inable* dopo che questo si è pesantemente svalutato (come è accaduto sul mercato nel gennaio 2016): nel suo caso si può scommettere sull'*upside gain*, scegliendo bene le banche e i prezzi/tempi di intervento.

Il capitale di debito *bail-inable* può essere fornito da investitori pazienti (tipicamente fondi sovrani e fondi di investimento azionari), oppure da investitori che perseguono politiche altamente dinamiche e speculative, principalmente i Credit hedge fund e i fondi chiusi specializzati in titoli subordinati o in attività *distressed* (Pascualy, 2013).

Gli specialisti dei *credit fund* non sono certo disposti a sacrificare i loro soldi nel *burden sharing* per salvaguardare quelli dei contribuenti. Prendono posizioni che abbandonano al sopraggiungere delle difficoltà, o al contrario acquisiscono posi-

¹² Esempio di questo è lo *standoff* del gruppo Pimco, d'intesa con *hedge fund* e banche tedesche, contro la proposta di rimborso al 75% delle passività della *bad bank* austriaca Hypo Alpe Adria, garantite dallo Stato della Carinzia (Groendahl e Weber, 2016).

zioni già deteriorate per i motivi di convenienza tipici degli investitori nel debito *distressed*: o l'occasione di realizzare plusvalenze da recupero su crediti rilevati a prezzi da saldo, o la conquista del pacchetto di controllo mediante l'acquisto delle *fulcrum securities*, cioè gli strumenti di debito e di capitale più junior che si salveranno dalla ghigliottina della riduzione/cancellazione e potranno essere convertiti in azioni ordinarie¹³.

Per le loro caratteristiche di subordinazione, gli strumenti pensati per fare da scudo ai dissesti bancari espongono gli investitori al rischio di non incassare cedole o di perdere tutto il valore in situazioni di pre-crisi o di risoluzione. Sono pertanto caratterizzati da instabilità del *rating* e da *loss given default* prossima al 100%, che li accomunano alle famigerate tranches di rango *mezzanine* emesse dalle strutture CDO di mutui *subprime* (Antoniades e Tarashev, 2014). (Admati, 2010) contestava alla radice l'idea (accolta nelle definizioni di capitale regolamentare di Basilea III) secondo la quale strumenti ibridi diversi dal capitale proprio potessero, come l'*equity*, assorbire efficacemente le perdite in situazione di *going concern*¹⁴.

Strumenti siffatti hanno un mercato secondario strutturalmente soggetto a picchi di volatilità, a causa delle strategie reattive di controllo dei rischi tipiche dei *trading book* esposti a movimenti di mercato asimmetrici: i rischi di quelle posizioni si gestiscono uscendone tempestivamente prima che le quotazioni cedano, oppure quando cedono ma si possono ancora limitare le perdite alle soglie di *stop loss*. Gli investitori dinamici, per coprirsi, ricorrono anche a *cross hedging* sull'intero spettro degli strumenti emessi dalla banca e sui derivati di credito. Per queste vie, il calo di prezzo dei titoli ibridi si trasmette alle azioni e agli *spread* sui *credit default swap*, con effetti di contagio. Nei primi due mesi del 2016, abbiamo assistito a un incremento abnorme della volatilità delle azioni bancarie e degli strumenti alternativi di capitale, come le obbligazioni *contingent-convertible* della Deutsche bank (Cotterill, 2016).

C'è poi un altro potenziale acquirente di titoli *bail-inable* svalutati: è la stessa banca emittente, che può finanziare l'operazione di riacquisto con emissione di nuove azioni o di altri strumenti ibridi o di debito, o attingendo a riserve di tesoreria. Dal ritiro di una passività a prezzo inferiore a quello di emissione la banca realizza

¹³ Per sfruttare in maniera più equa e ordinata il meccanismo di riposizionamento della *fulcrum security*, (Carnevale Maffè e Debenedetti, 2016) propongono di estendere il ricorso alla conversione del debito subordinato in azioni nell'ambito di interventi preventivi rispetto alla risoluzione con *bail-in*. "La soluzione alternativa che proponiamo usa gli specifici strumenti di *recovery plan* e di intervento precoce offerti dalla BRRD per prevenire l'aggravarsi delle crisi e per evitare i traumi del *bail-in*. Lo schema prevede due passaggi, entrambi da attuarsi in accordo con l'Autorità di Risoluzione: fissare un obiettivo di copertura dei crediti in sofferenza in linea col mercato; deliberare, per coprire la conseguente perdita prevista nel bilancio, un adeguato aumento di capitale, e, per l'eventuale inoptato, la conversione prima di tutto delle obbligazioni subordinate, e, ove non bastasse, di parte delle obbligazioni senior, con rapporti di concambio incentivanti, legati a possibili clausole di lock-up." In questo modo il debito subordinato andrebbe a incorporare una quota di valore del controllo della banca post risanamento, aumentando così la propria appetibilità.

¹⁴ Admati affermava nella sua risposta alla consultazione sul documento di Basilea III: "I urge the committee to consider seriously not allowing any publicly held regulated bank to count non-equity instruments as regulatory capital".

una plusvalenza che va ad incrementare il suo capitale *Core Tier 1*. I *buyback* di strumenti ibridi con lo scopo di fare utili sono cresciuti nel periodo 2009-2013, e hanno prodotto una variazione netta negativa dei *buffer* patrimoniali (Rubberink, Annelies, 2016). Le autorità di Vigilanza hanno potere di non autorizzare queste operazioni, ma non è escluso che le banche emittenti siano indotte a farne un utilizzo opportunistico, magari selettivo, prima che la situazione di crisi sia palese, e ciò rappresenta un ulteriore elemento di incertezza per gli investitori.

Scontando i molti fattori di incertezza sopra accennati, ci si può rendere conto della difficoltà di prezzare la cedola di un titolo *bail-inable*: gli investitori consapevoli pretenderanno rendimenti elevati, che andranno a deprimere gli utili della banca, con ricadute negative su *earnings per share*, valutazioni di Borsa e costo del capitale di migliore qualità.

In Italia, accanto ai grandi investitori professionali, abbiamo una componente locale importante di capitali pazienti: alludo alle fondazioni bancarie e alla clientela famiglie. Il fatto che una quota di rilievo delle emissioni obbligazionarie della banche, *senior* e subordinate, sia nei portafogli di questi investitori rappresenta un'anomalia italiana¹⁵. Dai conti finanziari elaborati dalla Banca d'Italia, le famiglie detenevano a settembre 2015 poco meno di 200 miliardi di obbligazioni bancarie¹⁶. Al netto dei *covered bond*, sarebbe questa la massa di risparmio che potrebbe essere intaccata dal *bail-in*. Tra queste ci sono le obbligazioni bancarie subordinate, che a fine ottobre 2015 le famiglie detenevano per 31 miliardi, ovvero il 46% dei 67 miliardi in circolazione (Banca d'Italia, 2016).

Si tratta di un problema di grande portata, che non può essere arginato, giustificato o tollerato facendosi scudo con la normativa di protezione degli investitori contenuta nei regolamenti attuativi della direttiva Mifid. I comportamenti superficiali e scorretti ci sono stati, ed è giusto sanzionarli, ma non basta dare la colpa agli inve-

stitori imprudenti, o alle banche che hanno fatto *mispricing* e *misselling* dei titoli svalutati, o a rischio di svalutazione.

Il sacrificio di quote importanti di risparmio bancario di fatto inconsapevole non può essere ridotto a un incidente di percorso sulla strada dell'Unione Bancaria Europea. Nel disegno della BRRD, questo *buffer* è programmaticamente messo a disposizione del *burden sharing*. Nella visione di autorevoli economisti, c'è un'alta probabilità che questo accada, e per molti aspetti è un male necessario¹⁷.

Come si suggerisce nelle conclusioni, occorre attuare una ricomposizione della raccolta bancaria prima che i valori di queste emissioni subiscano cali generalizzati: su questa massa, in un mercato così volatile potrebbero avvenire delle redistribuzioni di ricchezza devastanti a danno di moltissimi risparmiatori non qualificati. Una specie di imposta patrimoniale a pezzi. Il problema c'è, lo ereditiamo dal passato, e non possiamo ignorarlo o negarlo con schematismi cinici o ingenui¹⁸.

2.2. La visione "cartesiana"

All'inquietante visione "hobbesiana" appena tratteggiata ne potremmo contrapporre una "cartesiana", più rassicurante. Per i seguaci di Cartesio un sistema bancario di tipo tradizionale, come quello italiano, non avrebbe nulla da temere dal *bail-in*.

Tra l'altro, i meccanismi di risoluzione pensati dal Financial Stability Board nel 2011 (Financial Stability Board, 2011) avrebbero dovuto interessare soltanto le istituzioni finanziarie globali di rilevanza sistemica (G-SIFI): così prevedeva anche la prima stesura della BRRD, ma "purtroppo", per la pressione decisiva della Germania, le regole sul *bail-in* sono state estese alle banche "normali". Forse saranno introdotti dei correttivi a favore di queste ultime nei *Regulatory Technical Standard* sul *buffer* minimo di passività aggredibili (MREL e TLAC): la Commissione Europea li sta proponendo, ma l'Autorità Bancaria Europea è di diverso avviso (European Banking Authority, 2016).

¹⁵ Sul tema il Governatore della Banca d'Italia si è espresso nel recente Convegno Asiom-Forex "Nell'introdurre questo delicato cambiamento a livello europeo [la BRRD] non si è prestata sufficiente attenzione alla fase di transizione. Nel corso dei lavori tecnici per la definizione della direttiva il Ministero dell'economia e delle finanze e la Banca d'Italia sostennero, senza trovare il necessario consenso, che un'applicazione immediata e, soprattutto, retroattiva dei meccanismi di *burden sharing* fino al 2015 e, successivamente, del *bail-in* avrebbe potuto comportare – oltre che un aumento del costo e una rarefazione del credito all'economia – rischi per la stabilità finanziaria, connessi anche col trattamento dei creditori in possesso di passività bancarie sottoscritte anni addietro, in tempi in cui le possibilità di perdita del capitale investito erano molto remote. Le nostre valutazioni furono espresse nelle pubblicazioni ufficiali della Banca d'Italia. Sarebbe stato preferibile un passaggio graduale e meno traumatico, tale da permettere ai risparmiatori di acquisire piena consapevolezza del nuovo regime e di orientare le loro scelte di investimento in base al mutato scenario. Un approccio mirato, con l'applicazione del *bail-in* solo a strumenti provvisti di un'espressa clausola contrattuale, e un adeguato periodo transitorio avrebbero consentito alle banche di emettere nuove passività espressamente assoggettabili a tali condizioni. Questo approccio, in particolare l'accento sugli strumenti subordinati, sarebbe stato più in armonia con quello adottato dal Financial Stability Board nel determinare i requisiti di TLAC".

¹⁶ Vedi Banca d'Italia, Supplemento al bollettino statistico, 18 gennaio 2016, Tavola 21, http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/conti-finanziari/2016-conti-finanziari/suppl_5_16.pdf.

¹⁷ In proposito Lars Feld, membro del comitato dei consiglieri economici del Governo tedesco, così rispondeva nel dicembre 2015 in un'intervista al Corriere della sera "Prevedo un pieno *bail-in*. I tagli alle obbligazioni e ai conti correnti sopra i 100 mila euro dovranno aiutare a ristrutturare le banche, perché la Commissione Ue impedirà salvataggi delle banche da parte del governo o sussidi nascosti agli istituti. Non saranno permessi. Ma non credo che l'attuale situazione porterà necessariamente a una richiesta di aiuto al fondo salvataggi Esm. Non prevedo un contagio. In ogni caso, staremo a vedere" (Fubini, 2015). Negli stessi giorni Francesco Giavazzi, commentando il salvataggio delle quattro banche, constatava: "Il nostro debito pubblico, sostengono alcuni, non è poi tanto rischioso perché compensato da una quantità ancor maggiore di ricchezza privata. Bene: ciò che è accaduto il mese scorso è proprio questo. Alcuni cittadini hanno visto una parte della loro ricchezza impiegata per salvare quattro banche, in tal modo evitando che il salvataggio si tramutasse in maggiore debito pubblico. Se questo ci indigna, la si smetta di dire che la ricchezza delle famiglie è una garanzia per il debito pubblico." (Giavazzi, 2015)

¹⁸ Lo stesso problema potrebbe riprodursi nella situazione ideale in cui i titoli bancari aggredibili fossero tutti nelle mani di investitori professionali: quali argini potrebbero frenare il ricollocamento dei titoli "deperibili" in veicoli di cartolarizzazione, fondi di investimento o altre forme di risparmio gestito di massa (come le polizze *unit linked* o i fondi pensione), non diversamente da quanto è accaduto nel mercato delle CDO subprime?

Ad ogni modo, le banche “cartesiane” non sistemicamente rilevanti confidano che i dispositivi di risoluzione nella pratica non saranno mai applicati a loro, poiché saranno capaci di prevenire il dissesto con strategie equilibrate e prudenti.

Infatti, una banca di tipo tradizionale può operare facendo ricorso minimo a passività esposte a *bail-in*: pensiamo al caso di un intermediario focalizzato sul *narrow banking*, con provvista composta da depositi *retail* e attività ripartite fra titoli liquidi e impieghi a breve termine, con un rapporto impieghi/depositi sotto il 100%, che consente di operare senza provvista all'ingrosso. Pensiamo al caso di un gruppo bancario che fa provvista a medio-lungo termine ricorrendo a *covered bond* (esclusi dal *bail in*) oppure a cartolarizzazione di attivi. Aggiungete una dotazione abbondante di capitale di migliore qualità CET1, che rende superfluo un cuscinetto di passività *bail-inable*, e il gioco è fatto.

Il modello di intermediazione “cartesiano” appare familiare in quanto ripropone, riveduti e aggiornati, i tratti dell'ordinamento bancario disegnati dalla legge bancaria del 1936, superati dal Testo unico del 1993¹⁹. Un assetto che minimizzava la trasformazione di rischio/scadenza tra provvista ed attivi bancari, spostando l'erogazione di credito oltre il breve termine su istituti o sezioni di credito speciale che emettevano obbligazioni di pari durata. Tuttavia, la regola dell'equilibrio di scadenze era applicata anche allora con molte eccezioni (Pontolillo, 1980).

Purtroppo, i sistemi bancari, a sette anni dallo scoppio della crisi finanziaria globale, presentano un assetto stravolto rispetto ai modelli equilibrati del *narrow banking* o del credito fondiario alla tedesca. Si sono accumulati degli squilibri enormi. Il problema di fondo è gestire la transizione verso assetti sostenibili a regime, e la vera sfida è disinnescare il rischio di *bail-in* durante questa lunga marcia.

3. Le risposte concrete

In Italia, questa sfida richiede una serie di risposte concrete, coraggiose e di vasta portata. Ne possiamo elencare tre, senza pretesa di essere esaurienti, e in maniera necessariamente concisa:

1. progressi rapidi nello smaltimento dello stock di crediti deteriorati; purtroppo i tempi e l'impatto economico-patrimoniale di tale processo sono avvolti da un margine troppo ampio di indeterminazione a livello di sistema e di singoli gruppi bancari; non si può essere tranquilli quando la provvista ordinaria di alcune banche finanzia crediti deteriorati netti che rimangono sul loro bilancio; il programma GACS di garanzie pubbliche sulle cartolarizzazioni di sofferenze²⁰ può servire a riportare la tranquillità, anche se devono ancora essere chiariti molti dettagli della sua attuazione;

2. la ricomposizione della raccolta, che implica non soltanto il riassorbimento degli strumenti ibridi oggi piazzati presso clienti al dettaglio, ma un ripensamento strutturale delle politiche di *funding* per la creazione di un mercato liquido di *cove-*

red bond o titoli da cartolarizzazione semplici, trasparenti e comparabili²¹; soltanto un piano di migrazione di massa di questo tipo potrebbe giustificare la richiesta alle Autorità europee di un'applicazione graduale del *bail-in*, con modalità da studiare nell'ambito della normativa che è comunque in vigore da quest'anno;

3. il rafforzamento di schemi di protezione istituzionale, secondo una logica mutualistica, capaci di interventi “volontari” in caso di crisi che non configurino aiuti di Stato e prevengano quindi l'innescò della risoluzione; giovano alla stessa finalità gli interventi preventivi dei sistemi di garanzia dei depositi impostati su base volontaria.

Le azioni correttive sopra elencate possono funzionare soltanto se attuate congiuntamente (sono l'una supporto dell'altra), e a una condizione: che le banche tornino a realizzare margini accettabili sull'intermediazione creditizia in un quadro di crescita economica stabile. Intraprenderle e farle funzionare nelle turbolenze del quadro macroeconomico e geopolitico che vediamo svilupparsi intorno a noi è una missione ancora più ardua e vertiginosa, ma non meno necessaria.

Da ultimo, è doveroso accennare in questa sede a un tema molto sentito a livello trentino: la riforma delle banche di credito cooperativo. Tale riforma, avviata con lo stesso decreto-legge che ha introdotto la GACS²², potrebbe essere un caso esemplare di messa in sicurezza rispetto al rischio di *bail-in*. Non a caso il sistema delle BCC e delle casse rurali deve intraprendere tutte e tre le azioni che ho prima elencato, e lo deve fare con soluzioni creative e coraggiose. Dobbiamo studiare con molta attenzione il Decreto da poco approvato dal Governo, per vedere se ci sono gli spazi per un grande disegno concorde di rilancio del credito cooperativo, che però è in gran parte da scrivere, adattando con giudizio le soluzioni di successo dei maggiori gruppi bancari cooperativi europei.

Insomma, per stare di fronte al fenomeno delle crisi bancarie così come si presenta oggi serve l'atteggiamento giusto. E l'atteggiamento giusto è quello operativo: se una costruzione presenta delle crepe, queste vanno restaurate. Se una parte cede, va ricostruita. È facile cedere alla rassegnazione, rimanere bloccati da un senso di impotenza, scaricare ogni responsabilità personale e aspettare un rimedio dall'alto. Ma non è giusto farlo.

Certamente, sui bilanci delle banche italiane pesano sette anni di recessione severa. Tuttavia, la recessione ha presentato un conto ancora più pesante perché si è fatto troppo poco per resistere e reagire. Si sono accumulati più di 300 miliardi di crediti deteriorati non soltanto per le cattive politiche del credito condotte prima della crisi, ma anche perché dopo il 2008 si sono messi in campo rimedi tampone (moratorie, garanzie pubbliche sul credito, concordati in continuità) e poco altro. Le cure palliative hanno consentito di prendere tempo, e c'era l'urgenza di farlo, ma hanno anche ritardato gli interventi risolutivi, per cui oggi abbiamo uno stock di sof-

¹⁹ Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385.

²⁰ Il programma, concordato con la Commissione Europea per gli aspetti concernenti gli aiuti di Stato, è disciplinato dagli artt. 3-13 del Decreto-legge 14 febbraio 2016, n. 18, Misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la gestione collettiva del risparmio

²¹ Una politica di sostegno al mercato delle cartolarizzazioni sicure e di alta qualità è stata annunciata nel marzo 2014 in un paper congiunto della BCE e della Bank of England, v. (European Central Bank e Bank of England, 2014). Nel novembre 2015 il Comitato di Basilea ha avviato una consultazione finalizzata all'introduzione di requisiti prudenziali di capitale più favorevoli per le cartolarizzazioni “semplici, trasparenti e comparabili” (Basel Committee on Banking Supervision, 2015).

²² Decreto-legge 14 febbraio 2016, n. 18, artt. 1-2.

ferenze rappresentato per l'80 per cento da crediti verso imprese, con tempi di *workout* e tassi di recupero incerti, che non sempre la banca è in grado di stimare per la presenza di fattori che rendono diverso ogni singolo rapporto. È giusto ora puntare a una più veloce chiusura di queste posizioni, ma occorre farlo curandole una per una. Questo è un esempio di un atteggiamento operativo adeguato ai tempi.

In conclusione, non servono a nulla le disquisizioni sul modello ideale, le polemiche sui comportamenti passati, così come la loro difesa acritica. Ammettiamolo candidamente, socraticamente: sappiamo di non sapere molto sul modo migliore di affrontare le crisi bancarie. Potremo impararlo soltanto assumendoci la responsabilità di fare il meglio che si può, in una prospettiva di bene comune. Soltanto facendo si impara quello che non si è mai fatto, e non si conosce ancora.

Bibliografia

Admati, A. (2010), *Comments on Proposal to ensure the loss absorbency of regulatory capital at the point of non-viability*, Consultative Document of the Basel Committee on Banking Supervision, August 2010, <https://www.gsb.stanford.edu/sites/default/files/research/documents/AdmaticommentsforBaselCommitteeOct12010.pdf>.

Antoniades, A. e Tarashev, N. (2014), «Securitisations: tranching concentrates uncertainty», *BIS Quarterly Review*, pp. 37-53.

Baldwin, R. e Giavazzi, F. (2016), *How to fix Europe's monetary union: Views of leading economists*, CEPR, Voxeu eBook, <http://www.voxeu.org/content/how-fix-europe-s-monetary-union-views-leading-economists>.

Banca d'Italia (2016), *Informazioni sui detentori di obbligazioni subordinate*, https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/obbligazioni-subordinate/obbligazioni_subordinate.pdf.

Barbagallo, C. (2015), *Audizione presso la Sesta Commissione Finanze della Camera dei Deputati*, Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano, Roma, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2015/Barbagallo-09122015.pdf>.

Basel Committee on Banking Supervision (2015), *Capital treatment for "simple, transparent and comparable" securitisations - consultative document*, Bank for International Settlements, <http://www.bis.org/bcbs/publ/d343.pdf>.

Boccuzzi, G. (2015), *L'Unione bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Roma, Bancaria editrice.

Bodereau, P. (2016), *Discrimination at Portuguese bank Novo Banco sets a dangerous precedent*, Financial Times, January 12th, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/198e08ea-b62c-11e5-8358-9a82b43f6b2f.html#axzz40hR6VR2h>.

Carnevale Maffè, C. A. e Debenedetti, F. (2016), *Un «grande swap» per le banche*, Il Sole 24 ore, 21 gennaio, <http://www.ilsole24ore.com/art/commenti-idee/2016-01-21/un-grande-swap-le-banche-082928.shtml>.

Cotterill, J. (2016), *The CoCo that popped*, FT Alphaville Blog, <http://ftalphaville.ft.com/2016/02/09/2152719/the-coco-that-popped/>.

European Banking Authority (2016), «Opinion of the European Banking Authority on the Commission's Intention

to Amend the Draft Regulatory Technical Standards Specifying Criteria Relating to the Methodology for Setting Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities According to Article 45(2) of Directive 2014/59/EU»,

European Central Bank e Bank of England (2014), *The impaired EU securitisation market: causes, roadblocks and how to deal with them*, Joint paper, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb-boe_impaired_eu_securitisation_market.pdf.

Financial Stability Board (2011), *Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability*, http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_110219.pdf.

Fohlin, C. (2000), *Economic, Political, and Legal Factors in Financial System Development: International Patterns in Historical Perspective*, California Institute of

Technology, Division of the Humanities and Social Sciences, <http://www.hss.caltech.edu/content/economic-political-and-legal-factors-financial-system-development-international-patterns>.

Fubini, F. (2015), «*Dovrete colpire i risparmi privati E forse vi servirà un salvataggio Ue*», Corriere della Sera, 19 dicembre, http://www.corriere.it/digital-edition/CORRIEREFC_NAZIONALE_WEB/2015/12/19/13/dovrete-colpire-i-risparmi-privati-e-forse-vi-servira-un-salvataggio-ue_U43140361249112QJD.shtml.

Giavazzi, F. (2015), *Attaccare la Ue non ci conviene*, Corriere della sera, 15 dicembre, http://www.corriere.it/editoriali/15_dicembre_27/attaccare-ue-non-ci-conviene-14bfe714-ac65-11e5-9807-438c782270a2.shtml.

Groendahl, B. e Weber, A. (2016), *Pimco's \$12 Billion Standoff Over Austria Bad Bank*, Bloomberg Business, <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-02-16/pimco-holdout-on-austria-bad-bank-portends-12-billion-standoff>.

Knight, F. H. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*, trad. it. *Rischio, incertezza e profitto* (1960), *La Nuova Italia*, Firenze, New York, Houghton Mifflin.

Luyendijk, J. (2015), *How the banks ignored the lessons of the crash*, The Guardian, September 30th, <http://www.theguardian.com/business/2015/sep/30/how-the-banks-ignored-lessons-of-crash>.

Merton, R. C. e Perold, A. F. (1993), «Theory of Risk Capital in Financial Firms», *Journal of Applied Corporate Finance*, 6 (3), pp. 16-31.

Noisefromamerika (2015), *La surreale vicenda della bancarotta delle banche*, <http://noisefromamerika.org/articolo/surreale-vicenda-bancarotta-banche>.

Pascualy, P. (2013), *Investing in Credit Hedge Funds: An In-Depth Guide to Building Your Portfolio and Profiting from the Credit Market*, New York, McGraw-Hill.

Pontolillo, V. I. (1980), *Il sistema del credito speciale in Italia*, Bologna, Il Mulino.

Rubberink, M. R., Annelies (2016), *Are banks' below-par own debt repurchases a cause for prudential concern?*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2725828.

Sabatini, G. (2015), *Situazione del Settore bancario italiano, Audizione del Direttore generale dell'ABI, Giovanni Sabatini, presso la Commissione Finanze della Camera*, <https://www.abi.it/Pagine/Interventi/Sistema-bancario-italiano.aspx>.

Seminario, M. (2016), *Il mio Paese è differente. Quello è il dramma*, <http://phastidio.net/2016/01/31/il-mio-paese-e-differente-quello-e-il-dramma/>.

Visco, I. (2016), *Intervento del Governatore della Banca d'Italia*, 22° Congresso ASSIOM Forex, Torino, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2016/Visco-300116.pdf>.

Rivista
di Diritto Bancario | dottrina
e giurisprudenza
commentata