Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari

CFA Society Italy

BRRD e Bail-in

Implicazioni per l'analisi del settore finanziario e la tutela dell'Investitore

CFA Society (CFASI) è stata fondata nel 1999 come organizzazione non-profit di professionisti del settore finanziario che si impegnano a rispettare il Codice Etico e le norme di condotta professionale di CFA Institute.
CFA Society Italia promuove i più alti standard etici e professionali nel settore degli investimenti italiani e favorisce lo sviluppo professionale attraverso il programma CFA®, il Programma CIPM® e il Programma *Investment Foundations*.

Board of Directors
President
Giancarlo Sandrin, CFA

Vice-Presidents
Luca Pellini, CFA
Giuseppe Quartodipalo, CFA

Segretario
Giuseppe Patara, CFA

Tesoriere
Giuliano Palumbo, CFA

Directors
Matteo Cassiani, CFA
Andrea Dal Santo, CFA
Anna Gamba, CFA
Matteo Lombardo, CFA
Fabrizio Petrineschi, CFA
Matteo Riccardi, CFA, CIPM

CFA Society Italy e CFA Italia Srl
Via Borgazzi, 2
20122 Milano

Per informazioni: info@cfasi.it

Organisimi Internazionali
CFA Institute - www.cfainstitute.org

Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari
costituita nel 1971

Consiglio Direttivo
Presidente: Paolo Balice
Vice Presidente: Paolo Guida
Tesoriere: Stefano Volante
Consiglieri: Simone Bini Smaghi, Alberto Borgia, Giovanni Camera, Gianfranco Di Vaio, Luca D'Onofrio, Giacomo Fedi, Pietro Gasparri, Roberto Rossi, Antonio Taverna, Antonio Tognoli

Collegio dei Revisori
Presidente: Antonio Breggia Bicchiere
Corrado Carrara, Enrico Fornito (effettivi)
Massimo Gradilone, Carlo Mauri (supplenti)

Collegio dei Probiviri
Presidente: Angela Monti
Alex Bolis, Bianca Laura Volterra (effettivi)
Marco Fabruzzo (supplente)

Direttore Responsabile Pubblicazioni AIAF
Ugo Bertone

Sede e Segreteria
Segretario Generale:
Franco Biscaretti di Ruffia
Segreteria: Ivana Bravin, Katia Diani, Monica Berto, Sabrina Napoli
Corso Magenta, 56 – 20123 Milano
Tel. +39 0272023500
www.aiaf.it - mail: info@aiaf.it

AIAF Formazione e Cultura Srl unipersonale
Presidente: Paolo Balice
Vice Presidente: Paolo Guida
Amministratore Delegato: Giovanni Camera
Consiglieri: Franco Biscaretti di Ruffia, Stefano Volante
Segretario del Consiglio:
Franco Biscaretti di Ruffia
Direttore della formazione: Silvio Ceretti

Organismi internazionali

EFFAS
European Federation
of Financial Analysts Societies

ACIIA®
Association of Certified
International Investment Analysts

www.effas.net — www.aciia.org

Il contenuto della presente pubblicazione esprime l'opinione dei contributori e non rappresenta la posizione ufficiale delle due Associazioni

Chiuso in redazione Milano, 23 febbraio 2017

© Copyright 2017 AIAF - CFA Society Italy

Indice

CAPITOLO 1
LA DIRETTIVA SUL RISANAMENTO E RISOLUZIONE DELLE BANCHE, IL BAIL-IN

Autori:
Elisa Coletti; Paolo Guida, CFA; Denis Manzi, CFA; Monica Romanin, CFA

INTRODUZIONE 7

1.a RISPARMIO E ATTIVITA' BANCARIA: TUTELA E REGOLAMENTAZIONE - ART. 47 DELLA COSTITUZIONE 8

1.a.1 L'art. 47 della Costituzione, la "*ratio legis*" e la rilettura ai nostri giorni 8

1.a.2 Risparmio, investimento e attività creditizia: quadro della regolamentazione oggi 9

1.a.3 La crisi del debito sovrano e il legame con il settore bancario 11

1.b LA DIRETTIVA BRRD: DESCRIZIONE GENERALE, CONTESTUALIZZAZIONE CON UNIONE BANCARIA (BANKING UNION) E SINGLE RESOLUTION MECHANISM (SRM) 12

1.b.1. Unione bancaria e origine della BRRD 12

1.b.2 BRRD – Ambito di applicazione e funzionamento 15
La Risoluzione
Il bail-in
Il bail-in - Passività escluse e partecipazione al salvataggio interno

1.b.3 Il Meccanismo di Risoluzione Unico nell'Unione Bancaria – cosa è e come agisce 19
Il Comitato di Risoluzione Unica—Il ruolo
Il Fondo di Risoluzione Unico, quando interviene e come viene finanziato

1.c IL NUOVO REQUISITO TLAC/MREL 21

1.d NORMATIVE ANALOGHE EXTRA-EUROPEE 24
Stati Uniti – Autorità e attributi del regime di risoluzione
Svizzera – Autorità e attributi del regime di risoluzione
Cina – Autorità e attributi del regime di risoluzione
Giappone – Autorità e attributi del regime di risoluzione

BIBLIOGRAFIA 26

Indice

CAPITOLO 2

IL RECEPIMENTO DELLA BRRD NEI PAESI DELL'UNIONE EUROPEA

Autori:
Salvatore Cozzolino; Paolo Guida, CFA; Denis Manzi, CFA; Monica Romanin, CFA

INTRODUZIONE 27

2.a IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA SU RISANAMENTO E RISOLUZIONE DELLE BANCHE 27

2.a.1 I contenuti del Decreto Legislativo 180/2015 27

Piani di risoluzione, risoluzione e altre procedure di gestione della crisi

I fondi di risoluzione ed i fondi di garanzia dei depositanti nel contesto della risoluzione

2.a.2 I contenuti del Decreto Legislativo 181/2015 30

Il rafforzamento dell'attività di vigilanza - disciplina dei piani di risanamento e le misure di intervento precoce

2.a.3 Gerarchia del *bail-in* in Italia 31

Gerarchia dei creditori prima e dopo l'entrata in vigore della BRRD in Italia

2.b PANORAMICA SU COME GLI ALTRI PAESI EUROPEI HANNO RECEPITO LA DIRETTIVA 34

Le Holding Bancarie

Introduzione di nuovi strumenti finanziari

Modifica della *Legge Fallimentare*

2.c IL SISTEMA DI GARANZIA DEI DEPOSITI 39

Il Fondo di Tutela dei Depositi in Italia

2.d MODALITA' DI COMUNICAZIONE AL PUBBLICO DI UNA SITUAZIONE DI CRISI DI UN ENTE 42

APPENDICE—ESEMPI PRATICI DI APPLICAZIONE DELLA BRRD 43

 © AIAF-CFASI

Indice

CAPITOLO 3

IL BAIL-IN E IL SISTEMA BANCARIO ITALIANO: GLI IMPATTI DELLA NORMATIVA SUL FUNDING E SULLE VALUTAZIONI DELLE AGENZIE DI RATING

Autori:
Serena Marchesi; Angelo Meda, CFA; Martino Panighel, CFA; Francesco Rossi, CFA

INTRODUZIONE 49

3.a L'IMPATTO DEL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA SULLE CARATTERISTICHE DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO E SUL LORO MERCATO 50
- 3.a.1 Le modifiche alla gerarchia fra creditori e la penalizzazione del debito *senior* 50
- 3.a.2 Le linee guida della vigilanza 51

3.b L'IMPATTO DELLA NUOVA NORMATIVA SULLE BANCHE ITALIANE: LA STRUTTURA DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO E IL COSTO DI FINANZIAMENTO 51
- 3.b.1 La struttura delle fonti di finanziamento delle banche italiane 51
- 3.b.2 Struttura del finanziamento obbligazionario dei principali gruppi bancari italiani 57
- 3.b.3 Impatto del nuovo regime sul mix delle fonti di finanziamento 60
- 3.b.4 La posizione degli obbligazionisti in uno scenario di *bail-in* 65
- 3.b.5 Le normative TLAC e MREL e la scelta "ottimale" per il legislatore nazionale 67

3.c REGOLAMENTAZIONE E RATING 70
- 3.c.1 Gli approcci delle agenzie 70
- 3.c.2 Moody's: analisi di Loss Given Failure (LGF) 71
- 3.c.3 Standard&Poor's: focus su Additional Loss-Absorbing Capacity (ALAC) 72
- 3.c.4 Le variazioni effettive di rating sul sistema bancario italiano: sviluppi recenti 73

BIBLIOGRAFIA 76

Indice

CAPITOLO 4

IMPATTI DELLA NORMATIVA SUL BAIL-IN SUGLI INVESTITORI E PROPOSTE PER UNA MIGLIORE PROTEZIONE DEL RISPARMIATORE

Autori:
Federico Reggianini, CFA; Giancarlo Sandrin, CFA; Laura Oliva

INTRODUZIONE 77

4.a LA NECESSITA' DI TUTELA DELL'INVESTITORE 77

4.b L'ATTUALE COMUNICAZIONE ALL'INVESTITORE DEI RISCHI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI DI NATURA BANCARIA 79

4.b.1 Conti deposito e conti vincolati 80

4.b.2 Obbligazioni bancarie – premesse 80
Obbligazioni bancarie *senior*
Obbligazioni bancarie subordinate Tier 2 e Tier 1

4.b.3 Azioni bancarie 84

4.c PROPOSTA SU COME VEICOLARE IN MANIERA PIU' EFFICACE LE INFORMAZIONI CHIAVE 85

4.c.1 L'indicatore sintetico di rischio della normativa PRIIPs 86

4.c.2 Un'alternativa all'indice SRI dei PRIIPs 89

4.c.3 L'indicatore sintetico 91

4.d ANALISI DEI SINGOLI INVESTIMENTI DI NATURA BANCARIA 94

4.d.1 Obbligazioni bancarie *senior* 94

4.d.2 Azioni Ordinarie 95

4.d.3 Obbligazioni bancarie subordinate 95

CONCLUSIONE 98

BIBLIOGRAFIA 99

AUTORI 101

 © AIAF-CFASI

CAPITOLO 1

LA DIRETTIVA SUL RISANAMENTO E RISOLUZIONE DELLE BANCHE, IL BAIL-IN

INTRODUZIONE

Il nuovo secolo ha visto entro la fine della prima decade una crisi finanziaria di portata paragonabile a quella che portò alla Grande Depressione degli anni 1930. Così come allora, negli Stati Uniti il ruolo delle banche era stato cruciale nel manifestarsi e nel diffondersi della crisi, ma differentemente da allora la risposta di politica economica è stata corretta e molto più efficace[1]. La politica monetaria negli anni 1930 fu restrittiva per difendere le riserve d'oro dalla richiesta di conversione dei depositanti, in assenza di alcuna garanzia statale sui depositi stessi; la politica fiscale, nell'immediatezza dell'avvio della crisi, aveva un obiettivo di bilancio pubblico sostanzialmente in pareggio. Non a caso gli errori commessi hanno dato origine alla Grande Depressione mentre dopo l'avvio della crisi dei *subprime* la recessione statunitense è durata meno di due anni.

Dunque la cosiddetta crisi dei *subprime*, che ebbe inizio nel 2007, ha segnato un punto di svolta epocale sia con riferimento alle misure di politica economica adottate sia con riferimento alla regolamentazione del sistema bancario negli Stati Uniti e in Europa. A differenza di quanto fatto negli anni 1930, le politiche economiche statunitensi, sin dal 2008, sono state dirette all'adozione di uno stimolo monetario e fiscale particolarmente intenso e senza precedenti, mentre lo Stato svolgeva un ruolo cruciale nel salvataggio delle banche ritenute "*too big to fail*" e nello smaltimento dei crediti *subprime* e dei relativi prodotti strutturati, la cui diffusione è stata tra le cause della crisi. Ad evitare fenomeni di *bank run* ha contribuito anche l'esistenza di garanzie sui depositi che negli anni 1930 non esistevano. Un approccio, dunque, fortemente interventista come risultato di una finanziarizzazione oramai fuori controllo e in grado di determinare danni ingenti all'economia reale, come in parte accaduto.

La *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD) fonda le sue radici nelle conseguenze della crisi finanziaria del 2007-2008. Dopo il fallimento di Lehman Brothers, il salvataggio di AIG e l'innescarsi della fase più acuta della crisi, la risposta internazionale risiedette negli incontri del G20 che sancirono l'allargamento ai principali Paesi emergenti di quello che fino ad allora era stato il ruolo guida del G8. Il primo incontro a Washington nel novembre 2008 e i successivi a Londra e Pittsburgh nell'aprile e nel settembre 2009 delinearono l'agenda delle riforme necessarie a garantire stabilità al sistema finanziario ed evitare il ripetersi di una crisi come quella appena verificatasi.

In Europa, come negli USA, durante la crisi finanziaria che ebbe inizio nel 2007, molte banche, specialmente quelle considerate "troppo grandi per fallire", furono salvate con fondi pubblici (*bail-out)*[2] poiché si ritenne che il ruolo di intermediario finanziario svolto da una banca fosse fondamentale per il contesto economico nel quale essa operava e che se uno shock avesse impedito ad una banca di svolgere la funzione di raccolta ed impiego delle risorse finanziarie, gli effetti sull'economia reale sarebbero stati gravi. Superata la prima parte della crisi, sono state create nuove regole per arginare i possibili effetti negativi di nuove crisi bancarie, non con l'obiettivo di salvare a tutti i costi l'istituzione in

NOTE

1 La letteratura sugli errori commessi negli anni precedenti la Grande Depressione è vasta. Per una rassegna sintetica si veda "Money, Gold, and the Great Depression", Ben S. Bernanke, 2 marzo 2004: http://www.federalreserve.gov/boardDocs/speeches/2004/200403022/default.htm
Più approfonditamente, *"A Monetary History of the United States, 1867-1960. The Monetary History*", Milton Friedman and Anna J. Schwartz, 1963. Sulla politica fiscale nel periodo della Grande Depressione si veda "*Fiscal Policy in the Shadow of the Great Depression*", J. Bradford De Long, gennaio 1998: http://www.nber.org/chapters/c6888.pdf

2 *Bail-out*, in generale, è il termine con il quale si indica un intervento finanziario esterno a favore di un business (può essere una società, una banca ma anche uno Stato) in grave difficoltà al fine di prevenire importanti conseguenze negative all'economia; l'intervento esterno può avere la forma di un finanziamento, la sottoscrizione di titoli di debito o di capitale.

crisi ma per preservare la fiducia nel sistema bancario nel suo complesso, assicurare il normale funzionamento del sistema finanziario e minimizzare gli effetti negativi per la società, inclusi quelli derivanti dall'utilizzo di fondi pubblici che comportano un peggioramento del budget di bilancio ed un conseguente aumento del debito pubblico.

In questo primo capitolo, dopo avere analizzato come la Costituzione Italiana tutela il risparmio, faremo un breve *excursus* sulle implicazioni della grande crisi finanziaria per le economie nazionali europee ed andremo quindi a descrivere il nuovo contesto normativo e istituzionale di cui si è dotata l'Unione Europea per contrastare le future crisi bancarie: l'Unione Bancaria, la BRRD e gli Organismi mediante i quali agisce (*Single Supervisory Mechanism "SSM" e Single Resolution Mechanism "SRM").*

Concluderemo il capitolo illustrando brevemente i punti cardine delle normative e delle analoghe di cui sono dotati i principali Paesi extra-europei.

1.a RISPARMIO E ATTIVITA' BANCARIA: TUTELA E REGOLAMENTAZIONE - ART. 47 DELLA COSTITUZIONE

1.a.1 L'art. 47 della Costituzione, la "*ratio legis*" e la rilettura ai nostri giorni

Il Titolo III della prima parte della Costituzione Italiana riguarda i Rapporti Economici, dall'art. 35 all'art. 47. La maggior parte di tali articoli è relativa ai diritti dei lavoratori, alla proprietà privata, all'iniziativa economica e all'assistenza sociale. Solo l'ultimo articolo fa espresso riferimento a tutto ciò che oggi definiremmo investimento finanziario, credito o più in generale finanza. Tale impostazione è comprensibilmente il frutto di un periodo storico in cui l'attenzione alla dignità del lavoro, alla parità dei diritti, alla definizione della proprietà privata e dei suoi limiti, oltre che al ruolo delle organizzazioni sindacali e mutualistiche, era massima dopo il ventennio fascista e il conflitto mondiale che avevano messo a dura prova i principi democratici del giovane Stato italiano. Non che oggi le tematiche del lavoro o dell'assistenza siano meno importanti, anzi. E' in ogni caso indicativo della trasformazione economica vissuta negli ultimi 70 anni il fatto che temi di credito e finanza siano oggi riscontrabili in un solo articolo della nostra Costituzione, ancorché denso di significati.

Il principio ispiratore dell'attività legislativa della Repubblica italiana in tema di risparmio e credito è dunque l'articolo 47 della Costituzione che così recita:

"*La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese*".

L'articolazione rivela un'elevata complessità e ricchezza di contenuti: dalla tutela del risparmio al controllo del credito, dall'indicazione di favorire l'accesso alla proprietà fino all'investimento azionario. A ben vedere l'art. 47 enuclea gran parte dell'attività finanziaria, con l'obiettivo di renderla funzionale allo sviluppo del Paese e al benessere dei cittadini. Se ne ricava la chiara consapevolezza dei padri costituenti della necessità che lo Stato abbia un ruolo attivo nella finanza, sia con riferimento all'accumulo del risparmio, regolandone le modalità, che al suo utilizzo a fini d'investimento. E' evidente inoltre la natura "pubblica" che il legislatore attribuisce all'attività creditizia, declinando esplicitamente la necessità di disciplina, coordinamento e controllo della stessa. In sostanza l'art. 47 è un acronimo della finanza al servizio dell'economia e dei cittadini, spingendosi a indicare la necessità di favorire l'accesso "popolare" alla proprietà immobiliare, agricola e azionaria nei grandi complessi produttivi del Paese.

Inizialmente la formulazione dell'articolo (in origine era il 44) in Assemblea Costituente era la seguente:

© AIAF-CFASI

"*La Repubblica tutela il risparmio; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito*".

La formulazione attuale è sostanzialmente il frutto dell'approvazione di un emendamento il cui primo firmatario era l'onorevole Tommaso Zerbi, economista allievo di Gino Zappa.

E' quantomeno curioso notare che l'origine di quella "tutela del risparmio", giustamente invocata anche ai nostri giorni, fosse la perdita derivante dall'elevata inflazione che aveva caratterizzato i 30 anni precedenti.

Anche con riferimento alla tutela del piccolo risparmiatore l'approccio era analogo. Prosegue infatti l'on. Zerbi: "*Per la sua stessa limitata entità individuale e per la scarsa conoscenza che il piccolo risparmiatore popolare ha delle svariate possibilità del mercato finanziario, i singoli piccoli risparmiatori continuerebbero anche nel futuro a non sapere difendersi da soli contro eventuali ulteriori bufere monetarie*".

Il principale "nemico" del risparmio e dei piccoli risparmiatori, lungi dall'essere la finanza innovativa, la scarsa trasparenza o la *mala gestio* di alcune banche, era in sostanza la "bufera monetaria", quella che era ciclicamente indotta dall'elevato livello d'inflazione. E la soluzione era "l'apertura all'investimento reale" quale risultante della parte dell'articolo che fa riferimento all'acquisto dell'abitazione, della proprietà diretta coltivatrice e dell'investimento azionario diretto e indiretto, quale alternative all'investimento obbligazionario e in titoli di Stato (tipicamente a tasso fisso) che invece rimanevano esposti al rialzo dell'inflazione.

La genesi dell'attuale art. 47 della Costituzione Italiana evidenzia dunque, dopo un periodo di particolare riduzione del valore della moneta, la necessità per lo Stato di "indirizzare" i piccoli risparmiatori verso forme di investimento in grado di proteggerli dall'andamento dei prezzi come il mercato immobiliare o l'investimento azionario.

Alla luce dello sviluppo economico-finanziario dalla nascita della Costituzione Italiana e soprattutto alla luce degli eventi del nuovo secolo è evidente che l'interpretazione da dare all'art. 47 della Costituzione è ben più ampia rispetto alla "difesa del valore della moneta". Finanche più ampia della generica "tutela del risparmio". A ben vedere la regolamentazione relativa alla BRRD si spinge a salvaguardare implicitamente le risorse dei contribuenti, anche a danno di risparmiatori che avessero investito in strumenti finanziari di banche imprudenti o mal gestite.

Inoltre il riferimento all'attività di credito è alquanto generico e rimanda alla normativa specifica, ma implicitamente evidenzia il ruolo di natura pubblica di tale attività, giustificandone una regolamentazione specifica e per certi versi opportunamente invasiva.

1.a.2 Risparmio, investimento e attività creditizia: quadro della regolamentazione oggi

La tutela del risparmio e la regolamentazione dell'attività creditizia non possono prescindere dal contesto europeo nel quale ci troviamo. Nel corso degli ultimi decenni sono stati firmati numerosi trattati e sono state adottate diverse regolamentazioni che hanno influenzato in misura significativa l'attività creditizia e il rapporto con il risparmio. Tali circostanze sono il frutto di una delega che nell'ambito del progetto europeo anche l'Italia ha fornito alle istituzioni comunitarie. Il riferimento costituzionale di tale delega è rappresentato dall'articolo 117 della Costituzione che fa esplicito riferimento al rispetto dei trattati internazionali. Il dibattito sulla cessione di sovranità all'Europa è oggi peraltro particolarmente acceso e alimenta numerose controversie anche di natura politica. È indubbio che il progetto europeo implichi una cessione di sovranità alle istituzioni comunitarie con la conseguenza di minori spazi di manovra da parte della legislazione nazionale. Tale evidenza è ben visibile, ad esempio, nel controllo dei conti pubblici che dopo l'introduzione del semestre europeo sono oggetto di pressante valutazione da parte delle autorità comunitarie. D'altro canto una moneta unica non può prescindere dall'adozione di regole uniche con riferimento alla tutela del risparmio e all'attività creditizia.

L'art. 117 della Costituzione, nella sua formulazione attuale, nasce dalla Legge Costituzionale n. 3 del 2001, che

introduce i concetti di “vincoli derivanti dall’ordinamento comunitario e dagli obblighi internazionali”.

Il riferimento specifico alla tutela del risparmio fa dell’art. 117 una specifica fonte costituzionale che vincola la materia alla legislazione comunitaria, fornendo di fatto la base giuridica per il rispetto delle norme e dei regolamenti concordati nell’ambito delle istituzioni europee. Ne consegue che le Direttive comunitarie, anche se necessitano di attuazione in ambito nazionale con differenze a volte significative, si rivelano quale riferimento fondamentale nella normativa e nella regolamentazione riguardante il risparmio e i mercati finanziari, oltre che l’attività creditizia.

La portata dell’art. 117 nella formulazione introdotta con la Legge Costituzionale 3/2001 consiste nell’aver portato a “rango costituzionale” le norme di diritto internazionale convenzionale (come i Trattati), laddove precedentemente l’adattamento in ambito nazionale di un trattato europeo aveva valenza di una legge ordinaria. Il legislatore ha voluto dunque influenzare le fonti del diritto includendo non solo i vincoli “consuetudinari”, quali rappresentati dall’art. 10, ma anche quelli di natura “convenzionale” derivanti dai trattati internazionali. Le leggi di adattamento dei trattati internazionali assumono dunque il rango di leggi sub-costituzionali, con un rango intermedio tra le leggi ordinarie e quelle costituzionali. Ciononostante, a garanzia del sistema normativo nazionale, permane l’irrilevanza del trattato internazionale in assenza di una legge di adattamento, come espressamente prescritto dall’art 80 della Costituzione con riferimento alla necessità di ratifica dei trattati internazionali, peraltro con legge ordinaria e non con decreto legge o decreto legislativo.

Vincoli costituzionali diretti o l’indiretto riferimento ai trattati internazionali rendono la materia della tutela del risparmio o dell’investimento in strumenti finanziari particolarmente delicata. Ad essa si accompagna quella relativa all’attività creditizia per la quale i padri costituenti hanno fatto esplicito rimando a legislazione specifica.

Vale tuttavia la pena introdurre il quadro normativo di riferimento per le tematiche del risparmio e dell’investimento in strumenti finanziari nonché dell’attività creditizia. Tali tematiche sono peraltro strettamente legate tra loro in quanto coinvolgono operatori finanziari che possono svolgere anche tradizionale attività bancaria, oltre a offrire strumenti finanziari propri o di terzi ai risparmiatori. Inoltre esistono diversi piani di legislazione, distinguibili sia con riferimento all’ambito di applicazione (internazionale, europeo o nazionale) che con riferimento alla fonte normativa (fonte primaria o secondaria).

Con riferimento all’**ambito internazionale**, tra gli organismi di maggiore rilevanza, oltre al G20 che ha rappresentato l’istituzione politica di riferimento dopo la recente crisi finanziaria del 2007-2008, menzioniamo il *Financial Stability Board*, il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, e l'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO).

In **ambito europeo** la normativa di riferimento dipende dalla natura più o meno vincolante del provvedimento. Tipicamente una Direttiva necessita di un recepimento dai singoli Stati membri mentre un Regolamento è direttamente applicabile in ciascuno Stato membro e presenta minori margini di discrezionalità. Con riferimento all’attività creditizia i principali riferimenti normativi sono il Regolamento (UE) n. 575/2013 (cosiddetta CRR – Capital Requirement Regulation) e la Direttiva 2013/36/UE (cosiddetta CRD IV - Capital Requirement Directive IV). La prima prevede norme di vigilanza prudenziale valide direttamente per tutte le banche e le imprese d’investimento europee (requisiti patrimoniali minimi, informativa al pubblico) e la seconda riguarda le condizioni per l’avvio di un’attività bancaria, la prestazione di servizi, il controllo prudenziale, le riserve patrimoniali addizionali e la Governance. L’autorità di riferimento per il rispetto della normativa riguardante l’attività creditizia in Italia è la Banca d’Italia, mentre l’autorità di riferimento europea è l’EBA (European Banking Autority).

Con riferimento all’investimento in strumenti finanziari la normativa europea di riferimento è la MIFID II/MIFIR, rispettivamente la Direttiva e il Regolamento riguardante i mercati e gli strumenti finanziari, mentre l’autorità di riferimento europea è l’ESMA (European Securities and Markets Authority); in Italia Consob e Banca d’Italia, per quanto di competenza, agiscono in tali ambiti nel

© AIAF-CFASI

rispetto delle indicazioni ricevute a livello europeo.

Con riferimento alla **normativa nazionale** la legge di riferimento (fonte primaria) per l'attività bancaria e creditizia è il TUB (Testo Unico Bancario) rappresentato dal decreto legislativo 385/1993 e sue successive modificazioni e integrazioni. Il TUB regola le attività delle principali autorità creditizie che sono il CICR (Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio), il Ministero dell'Economia e delle Finanze e la Banca d'Italia. Per i mercati finanziari la legge di riferimento è il TUF (Testo Unico della Finanza) rappresentato dal decreto legislativo 58/1998. Con specifico riferimento alla tutela del risparmio, ma anche alla disciplina dei mercati finanziari, va menzionata la legge 262/2005, cosiddetta "legge sulla tutela del risparmio".

1.a.3 La crisi del debito sovrano e il legame con il settore bancario

Nonostante la ripresa economica manifestatasi già nel 2010 e dunque appena 3 anni dopo l'avvio di quella che è stata considerata la peggiore crisi finanziaria dal 1929, in Europa cominciavano proprio in quegli anni a manifestarsi i primi segnali di quella che sarebbe diventata la crisi del debito sovrano. Già nell'ottobre del 2009, complice anche il cambio di Governo con l'arrivo al potere dei socialisti di George Papandreou, emerge che le statistiche fornite dalla Grecia a Bruxelles sui conti pubblici del Paese erano false e che il deficit pubblico 2009 non sarebbe stato pari al 3,7% come previsto, ma avrebbe superato il 12% (alla fine supererà il 15%). Lo spread dei titoli greci decennali rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi, che nella media del 2009 era stato intorno ai 150pb, aveva superato i 900bp già a maggio 2010. Corrispondentemente nel corso del 2010 cominciavano a risalire gli spread dei Paesi cosiddetti "periferici" (come Italia, Spagna, Portogallo e Irlanda), seppur non ai livelli raggiunti dal debito pubblico greco. Negli investitori cominciava cioè a insinuarsi il dubbio che le finanze pubbliche ufficiali dei Paesi europei non rispecchiassero la realtà o che sarebbero peggiorate per effetto delle necessità di intervento dei Governi nazionali a sostegno delle banche in difficoltà per avere in bilancio in alcuni casi grosse quantità di titoli strutturati legati ai mutui *subprime*.

Per motivi diversi, dunque, ma in alcuni casi legati fortemente alla crisi finanziaria del 2007-2008 e alla conseguente necessità di intervento da parte dei Governi nazionali, il premio al rischio del debito pubblico in Europa cominciava a differenziarsi significativamente, complice anche l'evidenza di una difficoltà di *governance* da parte delle istituzioni comunitarie. A ciò si aggiunga che le pressioni sui titoli pubblici dei Paesi periferici inducevano le banche a ridurre i corrispondenti rischi, mentre quelle dei Paesi coinvolti, anche per "moral suasion" da parte delle autorità nazionali, si ritrovavano di fatto un aumento di concentrazione di tali titoli.

Il settore bancario, pertanto, ha svolto un duplice ruolo con riferimento alla crisi del debito sovrano:

1. in alcuni Paesi è stato tra le principali cause, come nel caso dell'Irlanda e della Spagna, le cui banche sono state in molti casi "salvate" da interventi statali e hanno reso necessario l'intervento europeo con programmi di sostegno;
2. la stessa crisi del debito sovrano ha avuto effetti sul sistema bancario, come nel caso esemplare dell'Italia, per l'onere derivante dal possesso di titoli il cui valore di mercato ha raggiunto livelli particolarmente depressi.

Più in generale nel rapporto tra Stato e banche, la nascita della BRRD trae spunto anche dalla necessità di spezzare il legame tra banche e Stato, quale derivante dalla duplice relazione sopra descritta. L'idea che lo Stato e i contribuenti debbano farsi carico degli errori gestionali del management bancario che per eccesso di rischio o per *mala gestio* porti le banche sull'orlo del fallimento e renda necessario l'intervento pubblico ha rappresentato la base politica sulla quale rendere possibile una "ordinata risoluzione" delle banche in difficoltà. D'altra parte, il sistema della moneta unica rende il legame tra le banche e il ruolo dei Paesi dell'Aera Euro altamente radicato, anche grazie ai sistemi di pagamento e di gestione delle transazioni.

A tal proposito va considerato che le transazioni tra gli intermediari avvengono tramite il cosiddetto sistema TARGET (Trans-European Automated Real-Time Gross Settlement Express Transfer), introdotto nel 1997 e modificato nel 1999, e il successivo TARGET 2,

introdotto nel novembre 2007. Tale sistema si basa sul ruolo della Banca Centrale Europea quale interfaccia per il regolamento delle transazioni tra diversi Paesi all'interno dell'Area Euro. In sostanza, e unicamente per esemplificare, la vendita di un titolo da parte di un investitore tedesco a un investitore italiano determina movimenti di conto corrente e di deposito titoli per entrambi gli investitori ma anche movimenti tra le banche. La banca tedesca che immette l'istruzione di vendita del titolo nel sistema riceve un accredito dallo stesso per l'importo della vendita. La banca italiana immette l'istruzione di acquisto riceve un addebito per l'importo dell'acquisto stesso. A livello centralizzato nell'Eurosistema (che comprende la BCE e le Banche Centrali Nazionali) e dal punto di vista meramente contabile si determina una posizione di credito della Bundesbank in Germania e una posizione di debito della Banca d'Italia. I movimenti finanziari legati a transazioni commerciali e a movimenti di capitali determinano che a fronte di Paesi strutturalmente in deficit e indebitati nei confronti del sistema corrisponderanno dei Paesi strutturalmente in surplus e creditori del sistema. Pur trattandosi di transazioni in massima parte di natura privata, è evidente il ruolo di carattere "pubblico" che si genera tramite le Banche Centrali nazionali, che ricevono gli ordini di pagamento o gli accrediti. Il punto risultò particolarmente rilevante in occasione della crisi del debito sovrano, quando il sistema TARGET 2 consentiva di far emergere le posizioni dei diversi Paesi in termini di credito (ad esempio Germania, Austria, Paesi Bassi) e di debito (ad esempio Spagna, Italia, Portogallo o Grecia).[3]

Sul legame tra strumenti di debito pubblico e sistema bancario, inoltre, va precisato che il progetto di Unione Bancaria, di cui la BRRD fa parte ma che non è ancora stato completato, prevede il cosiddetto "terzo pilastro" rappresentato dalla garanzia unica sui depositi a livello europeo. Alcuni Paesi, come la Germania, intendono vincolare l'implementazione di tale parte della riforma all'imposizione di un limite di titoli del debito pubblico del proprio Paese che le banche posso detenere e comunque alla necessità di non considerare tutti i titoli di Stato come strumenti finanziari con ponderazione pari a zero (indipendentemente dal livello di *rating*) come ad oggi contabilizzati nella valutazione degli attivi delle banche a fini regolamentari. Seppur ancora in discussione nel momento in cui si scrive, si tratta di un tema di estrema delicatezza e in grado di esacerbare il legame tra settore pubblico e settore finanziario, aspetto che proprio la BRRD vuole cercare di superare.

1.b LA DIRETTIVA BRRD: DESCRIZIONE GENERALE, CONTESTUALIZZAZIONE CON UNIONE BANCARIA (BANKING UNION) E SINGLE RESOLUTION MECHANISM (SRM)

1.b.1 Unione bancaria e origine della BRRD

Un rapporto della Banca Centrale Europea (BCE) di giugno 2015[4] stima che, tra il 2008 ed il 2014, l'assistenza dei governi dell'Eurozona al settore finanziario sia ammontata all'8% del Prodotto Interno Lordo (PIL), equivalente a circa 800 miliardi di Euro. Solamente il 3,3% del PIL è stato recuperato e pertanto l'esborso netto si attesta a circa il 4,7% del PIL. Il costo fiscale di tali misure si attesta all'1,8% del PIL per quanto riguarda il peggioramento del budget governativo ed al 4,8% del PIL per quanto riguarda l'aumento del debito pubblico. La tabella seguente mostra i dati complessivi e disaggregati per singolo paese dell'Eurozona.

La gestione delle crisi bancarie post 2008 palesò il problema della mancanza di strumenti e norme per la gestione di crisi di istituti finanziari operanti in più di uno Stato poiché le procedure di vigilanza e quelle fallimentari erano diverse nei singoli Paesi aderenti all'Unione.

La creazione dell'Unione Bancaria risponde all'esigenza di armonizzare in tutta l'Unione Europea, e soprattutto nella Zona Euro, la regolamentazione

NOTE

3 Per approfondimenti sul sistema TARGET 2 si veda: https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/target2.it.html oppure http://www.bancaditalia.it/compiti/sispaga-mercati/target2/

4 Banca Centrale Europea, 06/2015. "*The fiscal impact of financial sector support during the crisis*": https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201506_article02.en.pdf

© AIAF-CFASI

Fiscal impact of financial sector support over the period 2008-14

(percentages of 2014 GDP)

	Net fiscal costs				EDP debt impact	Memo item: Change in government debt
			Cumulated impact on budget balance (deficit (+), surplus (-))			
	Total (A)+(B)	Net acquisitions of financial assets (A)	total (B)	due to capital transfers (C)	(end of 2014) (D)	(2008-14)
BE	3.7	3.3	0.4	1.1	4.6	19.7
DE	8.0	6.7	1.3	1.8	8.2	11.0
IE	31.1	7.0	24.1	25.7	22.6	85.7
GR	22.1	9.6	12.5	14.9	22.2	73.7
ES	5.0	0.6	4.4	4.8	5.0	62.2
FR	0.0	0.1	-0.1	0.1	0.1	31.1
IT	-0.1	0.0	-0.1	0.0	0.1	32.4
CY	18.8	10.3	8.5	9.1	19.4	53.4
LV	5.2	1.9	3.3	3.3	5.5	31.6
LT	1.3	0.2	1.1	0.9	0.9	25.0
LU	5.5	5.6	-0.1	0.1	5.3	16.0
NL	4.8	4.1	0.7	0.7	5.5	26.1
AT	3.5	0.4	3.1	3.6	8.4	19.7
PT	11.3	8.4	2.9	2.6	11.0	61.7
SI	18.1	6.1	12.0	11.5	18.2	58.2
EA	4.7	2.9	1.8	2.1	4.8	27.0

Sources: ESCB and Eurostat.
Notes: Estonia, Malta, Slovakia and Finland are not included in the table as no financial support was provided to the financial sector. The difference between the cumulated budget balance (B) and capital transfers (C) includes net miscellaneous financing costs or revenues, such as fees on guarantees, dividends, and interest payable or receivable linked to acquired financial instruments. As regards column (D), in comparison to the net fiscal costs, the excessive deficit procedure (EDP) debt impact also includes the impact of reclassifications of financial entities (e.g. a bad bank) inside the government (without transactions), other flows and financial transactions not recorded in EDP debt.

Fonte: Banca Centrale Europea, 06/2015

Tabella 1

delle attività bancarie e la vigilanza su tali attività al fine di evitare che situazioni di crisi di singoli enti possano degenerare, con ripercussioni a livello sistemico.

Dal punto di vista normativo l'Unione Europea ha quindi deciso di affrontare la problematica delle crisi bancarie tramite l'adozione della Direttiva 2014/59/UE[5] sul Risanamento e Risoluzione delle Banche (*Bank Recovery and Resolution Directive*, "BRRD"), approvata dal Parlamento e dal Consiglio Europeo il 15 maggio 2014, che istituisce un quadro normativo armonizzato a livello comunitario per quanto riguarda il risanamento e la risoluzione delle banche e delle imprese di investimento, e che fa parte di un pacchetto normativo che comprende anche la Direttiva 2014/49/UE[6] relativa al sistema di garanzia dei depositanti ed il Regolamento 806/2014/UE[7], che istituisce il Meccanismo di Risoluzione Unico nell'Unione Europea, richiamato sopra (di cui tratteremo nel paragrafo 1.b.3).

L'introduzione della direttiva BRRD è stata la conclusione di un lungo processo iniziato a livello internazionale già dal 2008. Di seguito vengono riportati in ordine cronologico gli avvenimenti che hanno costituito le

NOTE

5 Si veda: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32014L0059

6 Si veda: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0049

7 Si veda: http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32014R0806

Figura 1

basi per l'introduzione della direttiva BRRD:

1. nel novembre 2008, i leader del G20 si sono espressi per una "*revisione dei regimi di risoluzione ed insolvenza alla luce dei recenti avvenimenti per assicurare che essi permettano una risoluzione ordinata di istituzioni complesse e con attività in più di un Paese*";
2. nel settembre del 2009, il G20 si è impegnato ad agire insieme per "*creare strumenti più efficaci per rendere le grandi società globali responsabili per i rischi che esse prendono*" e, più specificatamente, a *"sviluppare strumenti di risoluzione e piani per la risoluzione effettiva di gruppi finanziari in modo tale da mitigare gli effetti negativi causati dai fallimenti di istituzioni finanziarie e ridurre l'azzardo morale"*[9];
3. nel novembre del 2010, il G20 ha avallato il rapporto "*Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions*"[10] redatto dal Financial Stability Board (FSB), che raccomanda che tutti i Paesi adottino le riforme legislative necessarie per predisporre un regime di risoluzione da applicare in caso di necessità ad ogni istituzione finanziaria senza l'intervento dei contribuenti, prevedendo il coinvolgimento degli azionisti e dei creditori per l'assorbimento delle perdite nel rispetto del grado di "*seniority*";
4. nel novembre del 2011, il G20 ha avallato il rapporto "*Key attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*"[11], redatto dal FSB, che illustra i punti chiave necessari ad un corretto sistema di risoluzione per le istituzioni finanziarie e che i vari Paesi devono implementare per essere conformi alle linee guida del G20.

La direttiva BRRD, in linea con le raccomandazioni del FSB avallate dal G20, si è sviluppata tramite diversi passaggi. Di seguito vengono elencati i più importanti:

1. 6 giugno 2012 – La Commissione Europea ha formulato una proposta legislativa per il recupero e la risoluzione degli istituti bancari[12];
2. 27 giugno 2013 – I Ministri Finanziari Europei (ECOFIN) hanno trovato un accordo su una bozza di direttiva per il recupero e la risoluzione degli istituti bancari[13];
3. 15 maggio 2014 – Il Parlamento Europeo ha approvato la direttiva *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD)[14];

NOTE

8 Si veda http://www.g20.utoronto.ca/2008/2008declaration1115.html#reform

9 Si veda http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html

10 Si veda http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_101111a.pdf

11 Si veda http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141015.pdf

12 Si veda http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52012PC0280

13 Si veda http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/137627.pdf

14 Si veda http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:32014L0059

© AIAF-CFASI

4. 1 gennaio 2015 – La Direttiva BRRD entra in vigore in tutti gli Stati dell'Unione Europea.

L'Unione Europea è quindi intervenuta ponendo le basi per la creazione dell'Unione Bancaria disponendo la costituzione di tre Organismi (i tre pilastri dell'Unione Bancaria):

1. **Meccanismo di Vigilanza Unico** (Single Supervisory Mechanism – SSM), composto dalla BCE e dalle autorità nazionali competenti[15] che cooperano e procedono allo scambio di informazioni. Nell'ambito del SSM, alla Banca Centrale Europea è attribuita la vigilanza bancaria diretta delle banche europee significative[16], al fine di assoggettarle a vigilanza indipendente sulla base di norme comuni e garantire la solidità del settore bancario. SSM è stato introdotto nel 2013 con il Regolamento (UE) n. 1024/2013. Il SSM ha quindi la responsabilità di segnalare quando la situazione di una banca dell'Area Euro o di una Entità stabilitasi in uno Stato Membro UE che partecipa all'Unione Bancaria è di estrema difficoltà e necessità dell'intervento di risoluzione.
2. **Meccanismo di Risoluzione Unico** (Single Resolution Mechanism - SRM), cui spetta la predisposizione ed attuazione di misure di intervento, sulla base di regole comuni, qualora una banca si trovi in stato di dissesto. SRM è stato introdotto il 1 gennaio 2015 ed è divenuto pienamente operativo il 1 gennaio 2016. Il Meccanismo di Risoluzione Unico è presieduto dal Comitato di Risoluzione Unico (Single Resolution Board – SRB), principale organo decisionale, i cui membri sono i rappresentanti delle autorità nazionali (ogni Paese ha individuato una propria autorità di risoluzione nazionale; nel caso dell'Italia, come vedremo, l'autorità nazionale è la Banca d'Italia). Elemento essenziale per il funzionamento del Meccanismo di Risoluzione Unico è il Fondo di Risoluzione Unico (Single Resolution Fund - SRF), un fondo di salvataggio costituito con i contributi di tutte le banche dell'Unione Europea. Il SRM ha la responsabilità di garantire una risoluzione ordinata delle banche in dissesto, con costi minimi per i contribuenti e per l'economia reale, con modalità uniformi per tutti i Paesi membri.
3. **Sistema Europeo di Assicurazione dei Depositi (European Deposit Insurance Scheme – EDIS)** la cui funzione è di uniformare la protezione dei titolari di depositi bancari e la stabilità finanziaria, oltre che allentare ulteriormente il legame fra banche ed emittenti sovrani. L'iter normativo per la costituzione di EDIS è in fase iniziale: il 24 novembre 2015 la Commissione Europea ha presentato una proposta legislativa per la costituzione del nuovo Sistema, da costituire sulle basi dei sistemi di protezione dei depositi nazionali (sul tema della tutela dei depositi ritorneremo anche nel capitolo 2).

1.b.2 BRRD – Ambito di applicazione e funzionamento

Il 15 maggio 2014 il Parlamento Europeo ed il Consiglio Europeo hanno deliberano la BRRD: la Direttiva istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento dell'Unione Europea[17] (Enti).

NOTE

15 Si fa riferimento a tutti gli Stati Membri della zona euro più gli Stati Membri che non appartengono alla Zona Euro ma decidono di aderire.

16 Banche rilevanti per dimensioni, impatti sull'economia nazionale e/o trasfontaliera o banche che hanno richiesto o ottenuto sostegno finanziario mediante Meccanismo Europeo di Stabilità o della European Financial Stability Facility. A dicembre 2015 le Banche di dimensioni significative erano 129, di cui 15 in Italia, e rappresentavano circa l'80% del totale degli attivi bancari in Europa.

17 Un "ente creditizio", come definito all'articolo 4, paragrafo 1, punto 1, del Regolamento (UE) n. 575/2013, è un'impresa la cui attività consiste nel raccogliere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e nel concedere crediti per proprio conto. Una "impresa di investimento", come definita all'articolo 4, paragrafo 1, punto 1, della Direttiva 2004/39/CE, è qualsiasi persona giuridica la cui occupazione o attività abituale consiste nel prestare uno o più servizi di investimento a terzi e/o nell'effettuare una o più attività di investimento a titolo professionale.

Il Regolamento (UE) n. 806/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio Europeo (15 luglio 2014) fissa le norme ed una procedura uniforme per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro del Meccanismo di Risoluzione Unico e del Fondo di Risoluzione Unico.

In Italia la BRRD (di seguito "la Direttiva") ha portato alla modifica della disciplina in materia di gestione delle crisi bancarie con i decreti legislativi 180 e 181 pubblicati in Gazzetta Ufficiale il 16 novembre 2015 e di questo ci occuperemo nel capitolo 2.

La BRRD disciplina l'ambito e le modalità con le quali le autorità competenti e di risoluzione intervengono per:

1. **pianificare la gestione di una crisi;**
2. **intervenire per tempo, prima della manifestazione del stato di dissesto;**
3. **gestire al meglio la fase di risoluzione.**

La Direttiva introduce al possibile intervento, in fase di risoluzione, di un meccanismo di finanziamento alimentato con i contributi versati dagli intermediari (il Single Resolution Fund, SRF).

1. <u>Pianificare la gestione della crisi</u>

Ogni istituto finanziario deve redigere ed aggiornare periodicamente un piano di risanamento (*Recovery and Resolution Plan, RRP*) che indichi le misure che sarà tenuto ad adottare per ripristinare la propria situazione finanziaria a seguito di un significativo deterioramento. Tali piani devono essere dettagliati e basati su ipotesi realistiche, applicabili in una serie di scenari validi e rigorosi. L'obbligo di preparare un piano di risanamento deve essere applicato secondo il principio di proporzionalità, tenendo conto dell'importanza dell'ente o del gruppo e delle sue interconnessioni con il sistema, anche mediante sistemi di garanzia mutualistica (il contenuto del piano dovrebbe tenere conto della natura delle fonti di finanziamento dell'ente, compresi i fondi e le passività con garanzia mutualistica, e di quanto esso possa credibilmente fare ricorso a un sostegno a livello di gruppo).

Gli RRP sono approvati dalle autorità di supervisione.

2. <u>Intervenire per tempo, prima dello stato di dissesto</u>

Per preservare la stabilità finanziaria è importante che le autorità competenti siano in grado di porre rimedio al deterioramento della situazione finanziaria ed economica di un ente prima che questo giunga a un punto tale per cui non vi siano alternative alla risoluzione. Per l'art 32, paragrafo 4 della Direttiva 2014/59/UE un ente finanziario è considerato in situazione di dissesto (o a rischio di dissesto) in una o più delle situazioni seguenti:

a. l'ente vìola, o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro violerà, i requisiti per il mantenimento dell'autorizzazione in modo tale da giustificare la revoca dell'autorizzazione da parte dell'autorità competente perché, ma non solo, ha subito o rischia di subire perdite tali da privarlo dell'intero patrimonio o di un importo significativo dell'intero patrimonio;
b. le attività dell'ente sono, o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro saranno, inferiori alle passività;
c. l'ente non è, o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro non sarà, in grado di pagare i propri debiti o altre passività in scadenza;
d. l'ente necessita di un sostegno finanziario pubblico straordinario, ad esclusione di alcuni casi specifici indicati[18].

La BRRD prevede che i piani di risanamento includano le eventuali misure che la direzione dell'ente potrebbe adottare quando sussistano le condizioni per un intervento precoce (*early intervention*); in questo ambito

NOTA

18 Gli articoli 32, 41 e 57 della Direttiva BRRD disciplinano i casi nei quali possano essere iniettati aiuti di Stato senza la necessità di porre l'istituto in risoluzione. Ad esempio, un governo può iniettare capitali in una banca, che comunque deve essere solvibile, se tale mossa è necessaria per far fronte a una carenza di capitale stabilita nelle prove di stress a livello nazionale, Europeo o di Stati Membri, nelle verifiche della qualità delle attività o in esercizi analoghi condotti dalla Banca Centrale Europea, dall'EBA o da autorità nazionali, e se il mancato supporto governativo causasse una grave perturbazione dell'economia o della stabilità finanziaria di uno Stato Membro.

© AIAF-CFASI

rientra il potere delle autorità competenti di nominare un amministratore temporaneo che sostituisca l'organo di amministrazione e l'alta dirigenza dell'ente o lavori temporaneamente con loro.

3. Gestire al meglio la fase di risoluzione

Nel rispetto di quanto previsto nel RRP e solo quando sono state valutate ed escluse tutte le soluzioni alternative, un ente in dissesto o a rischio dissesto viene sottoposto a risoluzione da parte delle autorità di risoluzione al fine di gestite in maniera ordinata la ristrutturazione dell'ente, senza mettere a repentaglio la stabilità del sistema finanziario e senza gravare sul bilancio pubblico.

LA RISOLUZIONE

Sottoporre una banca a risoluzione significa avviare un processo di ristrutturazione gestito da autorità indipendenti – le autorità di risoluzione – che, attraverso l'utilizzo di strumenti 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, all'avvio della quale un istituto non sarebbe più in grado di svolgere la propria attività tipica.** Con riferimento specifico all'Italia, continua infatti ad essere applicabile la liquidazione coatta amministrativa disciplinata dal Testo Unico Bancario[19], quale procedura speciale per le banche e gli altri intermediari finanziari, sostitutiva del fallimento applicabile alle imprese di diritto comune.

Le autorità di risoluzione possono sottoporre una banca a risoluzione se ritengono soddisfatte tutte le seguenti condizioni:

a. la banca è in dissesto o a rischio di dissesto (ad esempio, quando, a causa di perdite, l'intermediario abbia azzerato o ridotto in modo significativo il proprio capitale);
b. non si ritiene che misure alternative di natura privata (quali aumenti di capitale) o di vigilanza consentano di evitare in tempi ragionevoli il dissesto dell'intermediario;
c. sottoporre la banca alla liquidazione ordinaria non permetterebbe di salvaguardare la stabilità sistemica, di proteggere depositanti e clienti, di assicurare la continuità dei servizi finanziari essenziali e, quindi, la risoluzione è necessaria nell'interesse pubblico.

In caso di risoluzione, la stessa può sostanziarsi in:

a. una vendita, anche relativa solo ad alcune attività della banca in vendita, ad un acquirente privato;
b. una ristrutturazione che, seppur finalizzata ad una vendita, preveda il trasferimento temporaneo di attività e passività ad un'entità (*bridge bank*) costituita dall'autorità di vigilanza al fine di preservare le funzioni della banca ritenute di interesse;
c. scorporo delle attività deteriorate attraverso il trasferimento delle stesse ad un veicolo (*bad bank*) per una successiva liquidazione;
d. *bail-in*;
e. una combinazione di alcune o tutte le operazioni dei precedenti punti.

IL BAIL-IN

Il *bail-in* (letteralmente salvataggio interno) è una procedura che consente alle autorità di risoluzione di disporre, al ricorrere delle condizioni di risoluzione (vedi paragrafo precedente), la riduzione del valore delle azioni, incluso il loro azzeramento, e la riduzione del valore di alcuni crediti o la loro conversione in azioni per assorbire le perdite e ricapitalizzare la banca in misura sufficiente a ripristinare un'adeguata capitalizzazione e a mantenere la fiducia del mercato.

In caso di applicazione del *bail-in* (ma anche nel caso di cessioni parziali) viene garantito il rispetto del principio del "*no creditor worse off*", ovvero il diritto dei creditori a non subire perdite maggiori di quelle che

NOTA

19 Art 80-95 del D.Lgs 1 settembre 1993 N. 385 (TUB). Gli effetti immediati dell'avvio della liquidazione coatta amministrativa sono:
a. revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria;
b. scioglimento degli organi amministrativi e di controllo;
c. nomina di commissionari liquidatori;
d. sospensione di tutti i pagamenti e restituzioni di beni;
e. revocatoria fallimentare.

avrebbero subito qualora l'ente sottoposto a risoluzione fosse stato liquidato, nel momento in cui è stata accertata la sussistenza dei presupposti per l'avvio della risoluzione, secondo la liquidazione coatta amministrativa disciplinata dal Testo Unico Bancario o altra analoga procedura concorsuale applicabile. La valutazione è affidata ad un esperto indipendente nominato da Banca d'Italia.

In definitiva l'applicazione del *bail-in* implica che l'autorità di risoluzione possa imporre ad alcuni soggetti che a vario titolo hanno investito nella banca in dissesto (siano essi azionisti o creditori) o che abbiano depositi aperti presso la banca in dissesto, di coprire le perdite della stessa e fornirle i mezzi necessari (attraverso la conversione dei crediti in azioni e quindi nuovo capitale per la banca) per poter continuare a svolgere la propria operatività in maniera ordinata e senza costi per le casse pubbliche.

IL BAIL-IN - PASSIVITÀ ESCLUSE E PARTECIPAZIONE AL SALVATAGGIO INTERNO

Ai fini dell'applicazione del *bail-in*, la Direttiva distingue il livello di protezione dei soggetti e dei diritti da questi vantati nei confronti della banca in dissesto in funzione della forza giuridica del titolo di credito (cd *seniority*) dagli stessi posseduto; i sacrifici patrimoniali richiesti sono tanto maggiori quanto minore è la *seniority*.

La Direttiva stabilisce che vi sono delle passività bancarie che non sono assoggettabili al *bail-in* (cd. passività escluse) e quindi non possono essere né svalutate né convertite in capitale. La lista comprende:

1. depositi protetti dal sistema di garanzia dei depositi[20], ovvero i depositi ammessi e fino all'importo di 100.000 euro[21];
2. le passività garantite, inclusi *covered bonds* e altri strumenti garantiti;
3. le passività derivanti dalla detenzione di beni della clientela o in virtù di una relazione fiduciaria, come ad esempio il contenuto delle cassette di sicurezza o i titoli detenuti in un conto apposito;
4. le passività interbancarie (ad esclusione dei rapporti infragruppo) con durata originaria inferiore a 7 giorni;
5. le passività derivanti dalla partecipazione ai sistemi di pagamento con una durata residua inferiore a 7 giorni;
6. i debiti verso i dipendenti, i debiti commerciali e quelli fiscali purché privilegiati dalla normativa fallimentare.

Le altre passività (quelle non espressamente escluse) possono invece essere, il linea di principio, svalutate e/o convertite in capitale.

Per le passività suscettibili di *bail-in* si applica una procedura che implica che gli strumenti con minor *seniority* (es. capitale) partecipino prima di quelli con maggior *seniority* (es. creditori chirografari) nella copertura delle perdite della banca secondo questo ordine:

I. azionisti;
II. detentori di altri titoli di capitale;
III. altri creditori subordinati;
IV. creditori chirografari;
V. persone fisiche e piccole e medie imprese titolari di depositi per l'importo eccedente i 100.000 euro;
VI. Fondo di Garanzia dei Depositi, che contribuisce al *bail-in* al posto dei depositanti protetti.

Sul tema della protezione degli strumenti finanziari e di come si siano create differenti situazioni per i creditori nei diversi Stati Membri torneremo più dettagliatamente nel capitolo 2.

In ogni caso, in circostanze eccezionali, quando l'applicazione estesa delle regole di *bail-in* può comportare un rischio per la stabilità finanziaria o può compromettere la continuità di funzioni essenziali, le autorità di risoluzione possono discrezionalmente escludere dalla procedura alcune passività che per loro natura rientrerebbero fra quelle ammesse al bail-in; tali esclusioni sono soggette a limiti e condizioni e devono essere approvate dalla Commissione Europea. **Le perdite non assorbite dai creditori esclusi in via discrezionale possono essere trasferite al fondo di risoluzione** (SRF, vedi paragrafo 1.b.3) **che può intervenire nella misura massima del 5% del totale del passivo,**

NOTE

20 Direttiva 2014/49/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi, art. 5.

21 Direttiva 2014/49/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi, art. 6 comma 1.

© AIAF-CFASI

a condizione che sia stato applicato un *bail-in* minimo pari ad almeno l'8% delle passività totali. Anche altre operazioni, inclusa ad esempio la nazionalizzazione di una banca, richiedono comunque che, prima dell'intervento pubblico, i costi della crisi della banca siano primariamente coperti da azionisti e creditori (secondo l'ordine precedentemente illustrato) attraverso l'applicazione del bail-in nella misura minima dell'8% del totale del passivo della banca.

Punto d'attenzione

La soglia di 8% (di strumenti soggetti a *bail-in* rispetto al totale delle passività) diventa quindi il minimo di partecipazione richiesta alla popolazione indistinta degli investitori (siano essi azionisti o creditori) per salvaguardare l'interesse pubblico ed evitare di gravare sui cittadini (attraverso il *bail-out*, il salvataggio esterno).

Inoltre poiché tale limite di 8% si riferisce al totale del passivo mentre altre formulazioni di solidità patrimoniale di una banca (ad es. quoziente CET1), si applicano agli attivi ponderati per il rischio (*Risk Weighted Assets*), si è venuta a creare una dicotomia di indici dove banche che potrebbero essere solide per un indicatore, es. CET1, potrebbero ritrovarsi a non avere sufficienti risorse per far fronte agli obblighi del *bail-in* ed essere costrette, in caso di crisi, ad intaccare il valore di altre passività normalmente ritenute più sicure (es. le obbligazioni bancarie *senior*). Diventa quindi fondamentale **migliorare la qualità delle informazioni trasmesse al pubblico degli investitori.**

1.b.3 Il Meccanismo di Risoluzione Unico nell'Unione Bancaria – cosa è e come agisce

Come visto nei precedenti paragrafi, la BRRD, modificando le norme di riferimento, ha introdotto nuove regole per la risoluzione degli enti in dissesto.

Nell'ambito dell'applicazione delle regole della BRRD:

- Il *Single Supervisory Mechanism* (SSM), ha la responsabilità di segnalare quando la situazione di una banca dell'Area Euro o di una Entità stabilitasi in uno Stato Membro UE che partecipa all'Unione Bancaria è di estrema difficoltà e necessità dell'intervento di risoluzione.
- Il *Single Resolution Mechanism* (SRM) ha la responsabilità di garantire una risoluzione ordinata delle banche in dissesto, con costi minimi per i contribuenti e per l'economia reale, con modalità uniformi per tutti i Paesi membri.

Il Meccanismo di Risoluzione Unico è presieduto dal Comitato di Risoluzione Unico (*Single Resolution Board* – SRB), principale organo decisionale, i cui Membri sono i rappresentanti delle Autorità Nazionali; dal 1 gennaio 2016, l'organo può esercitare pieni poteri.

Elemento essenziale per il funzionamento del Meccanismo di Risoluzione Unico è il Fondo di Risoluzione Unico (Single Resolution Fund - SRF), un fondo di salvataggio costituito con i contributi delle banche dell'Unione.

IL COMITATO DI RISOLUZIONE UNICA – IL RUOLO

Il Comitato di Risoluzione Unico (Comitato) è stato istituito ai sensi dell'articolo 42, paragrafo 1, del Regolamento (UE) n. 806/2014[22] ed è l'Autorità di Risoluzione Europea per l'Unione Bancaria che lavora coordinandosi con le Autorità di Risoluzione Nazionali degli Stati Membri; lo stesso Regolamento UE disciplina i poteri del Comitato.

Il Comitato ha iniziato la propria attività di sviluppo dei programmi di risoluzione in collaborazione con le Autorità di risoluzione nazionali nel gennaio 2015; dal gennaio 2016 il Comitato può intervenire nelle situazioni di crisi con pieni poteri esecutivi.

Il Comitato ha il potere di intervenire in tutte le situazioni di dissesto che coinvolgono una banca dell'Area Euro o di una entità stabilitasi in uno Stato Membro UE che partecipa all'Unione Bancaria. Il Comitato:

- decide in merito ai programmi di risoluzione per le banche in dissesto (che includono l'applicazione di strumenti di risoluzione e l'utilizzo del Fondo di Risoluzione Unico)
- **è direttamente responsabile delle fasi di pianificazione e risoluzione delle banche transfrontaliere e delle grandi banche dell'Unione bancaria, soggette alla vigilanza diretta della Banca Centrale Europea;**

NOTA

22 Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, "REGOLAMENTO (UE) N. 806/2014 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 15 luglio 2014".

- **è direttamente responsabile di tutti i casi di risoluzione, indipendentemente dalle dimensioni della banca, qualora per la risoluzione si debba ricorrere al Fondo di Risoluzione Unico;**
- nel caso di banche minori (banche non significative), può intervenire direttamente sulle banche in difficoltà qualora le Autorità Nazionali non operino nel rispetto di quanto stabilito nei programmi di risoluzione;
- ha la responsabilità ultima per tutte le Banche dell'Unione Bancaria e può quindi decidere in qualsiasi momento di esercitare i suoi poteri nei confronti di qualunque di esse, decidendo in ultima istanza se adottare un'azione di risoluzione oppure no.

Le regole di Risoluzione che il Comitato può applicare sono le stesse che possono essere applicate dalle Autorità di risoluzione nazionali e sono dettate dalla BRRD.

La decisione del Comitato di porre un ente in risoluzione prevede un successivo iter di consultazione, con Commissione e Consiglio Europeo, che **non dovrebbe richiedere più di 32 ore complessive (nell'arco del fine settimana) a seguito del quale il programma di risoluzione diviene esecutivo; scopo dell'intervento in tempi molto ristretti è quello di dare una direzione chiara e rapida alla crisi**.

IL FONDO DI RISOLUZIONE UNICO - QUANDO INTERVIENE E COME VIENE FINANZIATO

Il Fondo di Risoluzione Unico è un fondo istituito a livello sovranazionale, finanziato dai contributi del settore bancario e controllato dal Comitato Unico di Risoluzione. Le regole di finanziamento del Fondo da parte delle Autorità Nazionali di Risoluzione e quelle di intervento da parte del Fondo sono state concordate fra i Paesi Membri ed il Parlamento Europeo (*Inter-Governmental Agreement*).

A norma dell'articolo 76 del Regolamento (UE) n. 806/2014, il Fondo dovrebbe essere utilizzato nelle procedure di risoluzione solo quando il Comitato lo ritiene necessario per assicurare l'efficace applicazione degli strumenti di risoluzione in linea con la missione del Fondo e la salvaguardia della stabilità finanziaria, senza ricorrere al denaro dei contribuenti.

Il Fondo può essere utilizzato come strumento di risoluzione delle banche in dissesto quando sono state esaurite le altre opzioni disponibili nell'ambito della procedura di *bail-in*.

Il ruolo del Fondo non è quello di sostituirsi agli Investitori Privati nell'assorbire le perdite o fornendo nuovo capitale alle banche in difficoltà. Ruolo del Fondo è quello di dare sostegno finanziario mediante garanzie o finanziamenti a breve-medio termine per assicurare l'implementazione del processo di ristrutturazione della banca e riavviare le funzioni che le sono tipiche e che sono critiche per la stabilità del Sistema Finanziario e dell'Economia nel suo insieme.

A norma dell'articolo 69, paragrafo 5, del Regolamento (UE) n. 806/2014 il Fondo di Risoluzione Unico viene costituito nell'arco di otto anni (a partire dal 1 gennaio 2016) con contributi ex-ante e dovrebbe raggiungere almeno l'1% dell'importo dei depositi protetti di tutti gli enti creditizi autorizzati in tutti gli Stati Membri dell'Unione Bancaria. Il suo importo stimato al termine degli otto anni è di circa 55 miliardi di EUR[23].

Laddove i mezzi finanziari disponibili e raccolti ex-ante non siano sufficienti a coprire le perdite, i costi o altre spese sostenuti mediante il ricorso al Fondo nelle azioni di risoluzione, contributi straordinari ex-post a copertura degli importi aggiuntivi saranno raccolti presso gli Enti autorizzati negli Stati Membri partecipanti.

Il singolo contributo dovuto da ciascun ente è calcolato in percentuale dell'ammontare delle sue passività (esclusi i fondi propri e i depositi protetti) in relazione alle passività aggregate (esclusi i fondi propri e i depositi protetti) di tutti gli Istituti autorizzati negli Stati membri partecipanti. I contributi saranno adattati in proporzione ai rischi assunti da ciascun ente.

NOTE

23 Council of the European Union, may 21 2014 "*Member states sign agreement on bank resolution fund*".

24 Commissione Europea - REGOLAMENTO DELEGATO (UE) DELLA COMMISSIONE del 17.12.2015. Integra il Regolamento (UE) n. 806/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio per quanto riguarda i criteri relativi al calcolo dei contributi ex ante e le circostanze e le modalità secondo le quali il pagamento dei contributi straordinari ex post può essere parzialmente o integralmente differito.

© AIAF-CFASI

Nel corso degli otto anni indicati per la raccolta delle disponibilità finanziarie del Fondo, lo stesso sarà costituito da separati comparti nazionali che verranno gradualmente fusi nell'arco degli otto anni. Sulla base dei criteri indicati dalla Commissione Europea[24] (in attuazione di quanto previsto dall'articolo 69, paragrafo 5, del Regolamento UE n. 806/2014) è stato stabilito che il 40% dei comparti nazionali verrà fuso nel corso del primo anno, un ulteriore 20% nel corso del secondo anno e poi progressivamente verrà fuso un importo costante per i successivi sei anni, fino all'ottavo quando i comparti nazionali cesseranno di esistere.

1.c IL NUOVO REQUISITO TLAC/MREL [25]

TLAC e MREL rappresentano due forme differenti di requisito prudenziale aventi il medesimo obiettivo, ossia di garantire gli strumenti adeguati per assorbire le perdite in caso di risoluzione. Tuttavia, il processo di regolazione che ha portato alla definizione quasi in parallelo dei due requisiti è un esempio di frammentazione delle regole. Infatti, mentre MREL è stato definito a livello UE, il TLAC è stato delineato a livello globale, cosicché si è posta da subito la necessità di armonizzazione tra i due. Questo contributo delinea le principali caratteristiche dei due requisiti e fornisce alcuni cenni sul processo in corso in sede UE di recepimento del TLAC e armonizzazione col MREL.

A livello europeo, la BRRD prevede che le banche debbano rispettare in qualsiasi momento un requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (MREL) per assicurare l'assorbimento delle perdite nel corso di risoluzione e la ricostituzione del capitale. Il MREL è un complemento essenziale del meccanismo di *bail-in* definito dalla BRRD. Infatti, MREL ha lo scopo di impedire che le banche strutturino le proprie passività in modo da evitare il *bail-in*. In altre parole, il requisito MREL è volto a far sì che le banche dispongano di una capacità di passività assoggettabili a *bail-in* sufficiente. Nello specifico, la BRRD richiede un requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili per il *bail-in* espresse come percentuale del totale passività e fondi propri (TLOF) della singola banca.

Gli stessi obiettivi del MREL sono stati riconosciuti a livello internazionale, dove il TLAC (*Total Loss-absorbing Capacity*) definito dal Financial Stability Board (FSB) fissa un livello minimo di capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione per le banche più importanti a livello sistemico globale (G-SIBs).

Nel luglio 2015, l'Autorità Bancaria Europea (EBA) ha pubblicato la bozza di norme tecniche di regolamentazione (RTS) relative ai criteri per la determinazione del MREL, in conformità con la BRRD. Nel maggio 2016 la Commissione europea ha adottato il relativo regolamento delegato (*Commission Delegated Regulation* of 23 May). Sempre l'EBA, nell'ambito del processo di definizione del MREL e come previsto dalla BRRD, a dicembre 2016 ha presentato alla Commissione europea un rapporto sull'applicazione del MREL, dopo averne rilasciato una versione preliminare a luglio. Il rapporto valuta la coerenza tra MREL dell'UE e le norme emanate dagli organismi internazionali e contiene alcune raccomandazioni di cambiamenti ritenuti necessari per migliorare la robustezza dell'impianto del MREL e implementare il TLAC come componente dello stesso impianto. Il Rapporto dell'EBA ha il fine di informare e supportare la Commissione europea nel processo legislativo, ma non è giuridicamente vincolante né equivale a una proposta legislativa.

La Commissione europea, infatti, nel rispetto degli impegni presi, ha presentato il 23 novembre 2016 un insieme di proposte legislative riguardanti, tra l'altro, il recepimento in UE dello standard internazionale del TLAC, la conseguente revisione del MREL e la sua applicazione armonizzata. Questi interventi si rendono necessari in quanto i due requisiti, benché pensati per il medesimo obiettivo, presentano numerose e significative differenze, sintetizzate di seguito.

Ambito di applicazione. Il TLAC si applica solo alle G-SIB mentre il MREL si applica a tutte le banche dell'UE.

La Commissione europea, per evitare che le G-SIB debbano rispettare due requisiti volti alla realizzazione dello stesso obiettivo ma secondo scadenze e condizioni differenti, ha proposto di recepire il TLAC nel quadro regolamentare europeo per le G-SIB. Invece, le altre banche dovranno continuare a rispettare il requisito del

NOTA

25 Si veda Bibliografia in fondo al Capitolo.

MREL come richiesto dall'Autorità di risoluzione secondo l'art. 45 della BRRD, seppur con alcune modifiche proposte dalla Commissione per raccordare i due requisiti.

Base di riferimento (denominatore). Rappresenta una delle principali fonti di incertezza del requisito MREL, attualmente basato su TLOF, mentre il TLAC fa riferimento ai RWA. La BRRD richiede che l'EBA esamini "se è appropriato che il requisito si basi su TLOF e se non sia più appropriato usare come denominatore i RWA".

EBA nel suo rapporto di dicembre 2016 evidenzia che l'attuale base di riferimento (TLOF) rende il requisito insensibile al rischio. Secondo EBA, il livello di passività ammissibili necessarie per assorbire le perdite e ricapitalizzare una banca dipende non solo dalla dimensione del bilancio ma anche dalla rischiosità degli attivi. Quindi, EBA raccomanda che la base di riferimento per MREL venga cambiata dal TLOF ai RWA. Ciò dovrebbe essere integrato con un requisito di *leverage ratio* in qualità di *backstop*. Questo approccio consentirebbe l'allineamento con i requisiti patrimoniali definiti da CRR/CRD e con il TLAC del FSB.

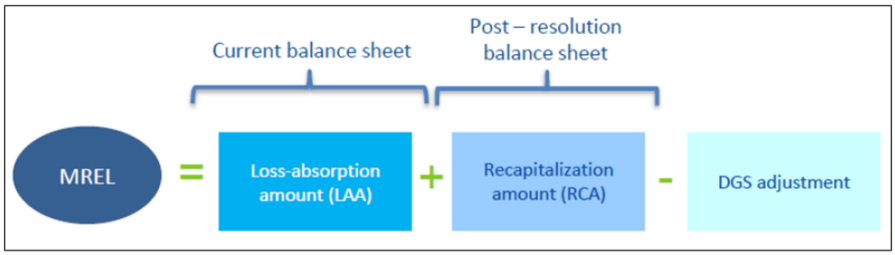
La Commissione europea, alla stregua di quanto raccomandato nel rapporto dell'EBA, ha proposto di allineare le metriche di calcolo dell'MREL con quelle del TLAC. Secondo l'emendamento all'articolo 45 della BRRD, l'MREL specifico per ogni banca dovrebbe quindi essere espresso in percentuale delle esposizioni totali corrette per il rischio (RWA) e della misura di esposizione del *leverage ratio.*

Standard minimo. Il requisito MREL è stabilito a livello di singolo istituto da parte dell'Autorità di risoluzione competente. Nel contesto della *Banking Union*, il *Single Resolution Board,* in qualità di autorità di risoluzione, è responsabile di determinare il MREL a livello di singola istituzione sotto la propria diretta competenza. Secondo il RTS pubblicato da EBA, la metodologia per determinare il MREL si basa su tre componenti (si veda Figura 2): l'ammontare per assorbire le perdite (LAA) + l'ammontare per la ricapitalizzazione (RCA) – l'eventuale aggiustamento per intervento del fondo di tutela dei depositi (DGS). Diversamente, il FSB fissa un livello minimo di TLAC come percentuale dei RWA (16% dal 2019 e 18% dal 2022) con un requisito di *leverage ratio* avente funzione di *backstop* (LRE del 6% dal 2019 e del 6.75% dal 2022). Le Autorità nazionali avranno la flessibilità di assegnare requisiti addizionali di Pillar 2 per fissare parametri individuali di TLAC.

La Commissione europea ha proposto di introdurre, mediante modifica al CRR, il TLAC come requisito minimo per le G-SIB con possibilità per il *Single Resolution Board* di richiedere anche un requisito di Pillar 2. Invece, per le altre banche ha mantenuto il requisito MREL che l'autorità di risoluzione competente stabilirà di anno in anno a livello di singolo istituto.

Strumenti ammissibili (Numeratore). Un'altra questione chiave sono gli strumenti ammissibili per rispettare il nuovo requisito. Quanto al TLAC, gli strumenti ammissibili includono gli strumenti di capitale regolamentare e i titoli *unsecured* subordinati o senior aventi almeno un anno di durata residua emessi a investitori esterni. Il capitale CET1 utilizzato per rispettare i capital buffer non può essere usato per adempiere ai requisititi di TLAC. Quindi, in termini di *stacking order*, i

Modalità di determinazione del requisito MREL



MREL deve essere calcolato sulla base di tre componenti:

a. *loss absorption amount* (LAA), basata sui requisiti di capitale, incluso quello regolamentare dell'8% dei RWA, i buffer combinati (somma di buffer anticiclico, capital conservation buffer e il più alto tra il buffer per le istituzioni sistemiche (GSII / OSII) e quello per il rischio sistemico) e un requisito aggiuntivo di Pillar 2 attribuito a livello di singola banca;
b. *recapitalisation amount* (RCA), con l'obiettivo di coprire i requisiti di capitale della banca post *resolution*, come anche l'esigenza di mantenere una sufficiente fiducia del mercato;
c. *DGS adjustment*, legato a un potenziale intervento del DGS a protezione dei depositanti

Fonte: Single Resolution Board, 2016

Figura 2

© AIAF-CFASI

buffer di *capital conservation*, anticiclico e quello per le G-SIB si aggiungono al TLAC. Con riferimento a MREL, l'articolo 45.4 della BRRD elenca una serie di condizioni, riguardanti durata degli strumenti (durata residua pari ad almeno 1 anno), soggetto detentore (strumenti emessi e totalmente pagati, non posseduti o garantiti dall'istituzione, né il cui acquisto sia stato finanziato direttamente o indirettamente dall'istituzione), natura (passività non connesse a derivati o depositi garantiti). Mentre gli strumenti ammissibili per il TLAC devono essere obbligatoriamente subordinati rispetto alle passività escluse, per gli strumenti ammissibili per il MREL l'autorità di risoluzione può richiedere che il rispetto di parte del MREL sia assicurato con strumenti *bailinable* su base contrattuale subordinati (*contractual bail-in*, cioè strumenti subordinati contenenti termini contrattuali che prevedano la conversione o svalutazione in caso di risoluzione).
EBA ritiene che per le grandi banche la subordinazione obbligatoria di passività ammissibili ai fini MREL consentirebbe di migliorare la risoluzione e la chiarezza per gli investitori e il rispetto del principio *No Creditor Worse Off*. Quindi raccomanda che le G-SIB rispettino MREL tramite strumenti subordinati per almeno il 14,5% dei RWA e per il 13,5% nel caso delle O-SII. Inoltre, con riguardo alla relazione con gli altri requisiti regolamentari, EBA ritiene che l'utilizzabilità dei capital buffer possa essere meglio preservata se gli stessi sono aggiunti sopra l'MREL (cosiddetto *stacking order*). In altri termini, raccomanda che, coerentemente con quanto previsto dal TLAC, le banche non possano usare il capitale CET1 per adempiere sia a MREL sia ai *capital buffer* regolamentari. Va evidenziato che gli strumenti non ammissibili per MREL non sono necessariamente esclusi dal *bail-in*. Alcuni strumenti, quindi, assorbiranno le perdite in linea col loro *rank* nella gerarchia dei creditori sebbene non contino per il rispetto di MREL.
La Commissione europea, nell'articolo 72b comma 2 della sua proposta di modifica della CRR, introduce le condizioni affinché gli strumenti *senior unsecured* possano essere computati nel requisito TLAC per le G-SIB e MREL per le altre banche, fatto salvo il requisito di subordinazione che è obbligatorio solo per le G-SIB.

Deduzioni. Al fine di ridurre i rischi di contagio, il *term sheet* del TLAC prevede che le G-SIB debbano dedurre dal proprio TLAC o dal capitale regolamentare le esposizioni in strumenti ammissibili al TLAC emesse da altre G-SIB. Diversamente, questo viene considerato un limite dell'impianto di MREL che non prevede esplicite deduzioni. Cosicché, se tutti gli istrumenti che possono assorbire le perdite di una banca fossero detenuti da altre banche l'eventuale *bail-in* potrebbe innescare un contagio, con l'effetto di generare instabilità finanziaria. Secondo i dati a dicembre 2015, il possesso incrociato di passività ammesse a MREL diverse dal capitale è pari al 14,9% del totale strumenti MREL per le G-SIB e all'11,6% per le O-SII. EBA quindi raccomanda che le esposizioni a strumenti ammissibili a MREL emessi da tutte le istituzioni creditizie siano dedotti da MREL oltre una doppia soglia volta a preservare una quota di attività di *market-making*. Inoltre, se il regime di deduzione fosse considerato una minaccia allo sviluppo del mercato di strumenti MREL emessi da istituzioni diverse da G-SIB, raccomanda di introdurre un limite ad-hoc di grandi rischi.
La Commissione europea ha proposto un regime di deduzioni dal TLAC/MREL simili a quello previsto dal *term sheet* del TLAC negli articoli 72e e ss. della proposta di modifica della CRR.

Stato di applicazione di MREL e TLAC. Con il recepimento del *bail-in* e del MREL nelle legislazioni nazionali entro il 1 gennaio 2016 e la definizione della regolamentazione secondaria, le Autorità di risoluzione stanno determinando il MREL di ciascuna banca.
I principali risultati dell'analisi sull'MREL delle banche UE, condotta dall'EBA su dati a dicembre 2015 di un campione di 133 banche, di cui 13 G-SIB, mostrano che sulla base degli attuali criteri di ammissibilità, l'MREL ratio medio è pari al 15% dei TLOF e al 37% dei RWA. L'MREL ratio tende a essere leggermente inferiore alla media per le G-SIB (32,1% dei RWA), leggermente più alto per le O-SII (41,2% dei RWA), e significativamente più alto per le altre banche non sistemiche del campione (48,4% dei RWA).
Nell'ambito del *risk reduction package*, il 23 novembre 2016, la Commissione europea ha proposto che il TLAC venga recepito nell'UE direttamente tramite Regolamento (CRR II) e che MREL sia interessato da cambiamenti della Direttiva (BRRD). Secondo la proposta

della Commissione, resteranno le due principali differenze tra i due requisiti, con MREL applicabile a tutte le banche UE e TLAC riferito alle G-SIB. Le G-SIB dell'UE dovranno applicare il requisito pieno, entro il 2022, pari a 18% dei RWA e 6,75% degli attivi non ponderati per il rischio. Il requisito minimo di TLAC dovrà essere rispettato con passività subordinate.

La proposta della Commissione introduce altresì un'armonizzazione parziale della gerarchia dei creditori, prevedendo la nuova categoria dei titoli di debito *non-preferred senior*, che dovranno essere soggetti a *bail-in* dopo gli strumenti di capitale ma prima di altre passività senior. Solo la classe dei *senior non-preferred* è ammissibile per il rispetto del requisito minimo di TLAC. Il nuovo regime non si applicherà al debito esistente ma solo al debito emesso dalle banche dopo la data di applicazione, che nella proposta è fissata a luglio 2017.

I prossimi passi vedranno l'iter di co-decisione, con Parlamento europeo e il Consiglio europeo che delibereranno sul *risk reduction package* nel corso del 2017.

1.d NORMATIVE ANALOGHE EXTRA-EUROPEE

Come descritto nel paragrafo 1.b.1, nell'ottobre del 2011, il Financial Stability Board (FSB) ha pubblicato il rapporto "*Key attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*"[26] (successivi aggiornamenti nel 2014), che illustra i punti chiave necessari ad un corretto sistema di risoluzione delle istituzioni finanziarie, successivamente ratificato dal G20 nel novembre 2011,

Se in Europa la Direttiva BRRD ha praticamente implementato tutte le linee guida del FSB, nella seguente sezione, che non ha lo scopo di descrivere nel dettaglio i regimi di "risanamento e risoluzione di istituti bancari", andremo a verificare in che misura alcuni dei principali Paesi del G20 (Cina, Giappone, Stati Uniti d'America e Svizzera) hanno implementato nelle proprie legislazioni alcuni degli attributi più importanti stabiliti dal FSB.

STATI UNITI – AUTORITÀ E ATTRIBUTI DEL REGIME DI RISOLUZIONE

Negli Stati Uniti d'America vi sono due regimi di risoluzione differenti, a seconda che l'istituzione finanziaria sia sistematicamente importante o no. Qualora lo sia, si applica il Titolo II del Dodd- Frank Act, mentre per le istituzioni finanziarie non sistematicamente importanti si applica il Federal Deposit Insurance Corporation Act.

NOTA

26 Si veda http://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141015.pdf

Autorità

Autorità responsabile per decidere se vi sono le condizioni per la risoluzione di un'istituzione finanziaria	Autorità responsabile per la decisione delle strategie di risoluzione	Autorità responsabile per l'implementazione della risoluzione
Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), Office of Comptroller of the Currency (OCC) ed autorità statale per quanto riguarda le "insured depository institutions". Segretario al Tesoro, in consultazione con il Presidente, a seguito delle raccomandazioni del Board della Federal Reserve e del FDIC e della Securities and Exchange Commission (SEC), per quanto riguarda le istituzioni finanziarie di importanza sistemica.	Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)	Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)

Attributi chiave del regime di risoluzione

Possibilità di controllare e gestire una banca	Possibilità di sostituire il management	Possibilità di assicurare la continuazione della prestazione dei servizi	Poteri di trasferimento	Potere di istituire una bridge bank	Possibilità di istituire un veicolo per la gestione di taluni *assets*	Potere di applicare il BAIL-IN
SI	SI	NO	SI	SI	SI	SI

© AIAF-CFASI

SVIZZERA – AUTORITÀ E ATTRIBUTI DEL REGIME DI RISOLUZIONE

In Svizzera, la Financial Market Supervisory Authority (FINMA) è responsabile per la risoluzione delle istituzioni finanziarie. La risoluzione, basata sull'implementazione di un piano di risoluzione, può essere delegata dalla FINMA, che esercita sempre e comunque il ruolo di supervisore, ad un agente di risoluzione esterno.

Un'istituzione finanziaria può essere risolta qualora vi sia una giustificata preoccupazione sul fatto che tale istituzione sia sovra indebitata, abbia seri problemi di liquidità o che non rispetti i parametri minimi di capitalizzazione.

Autorità		
Autorità responsabile per decidere se vi sono le condizioni per la risoluzione di un'istituzione finanziaria	**Autorità responsabile per la decisione delle strategie di risoluzione**	**Autorità responsabile per l'implementazione della risoluzione**
Financial Market Supervisory Authority (FINMA)	Financial Market Supervisory Authority (FINMA)	Financial Market Supervisory Authority (FINMA)

Attributi chiave del regime di risoluzione						
Possibilità di controllare e gestire una banca	**Possibilità di sostituire il management**	**Possibilità di assicurare la continuazione della prestazione dei servizi**	**Poteri di trasferimento**	**Potere di istituire una bridge bank**	**Possibilità di istituire un veicolo per la gestione di taluni assets**	**Potere di applicare il BAIL-IN**
SI	SI	SI	SI	SI	SI	SI

CINA– AUTORITÀ E ATTRIBUTI DEL REGIME DI RISOLUZIONE

La Banca Centrale Cinese (People's Bank of China o PBC), in qualità di prestatore di ultima istanza e con la responsabilità di mantenere la stabilità finanziaria e mitigare i rischi finanziari, ha in concreto l'autorità per risolvere gruppi finanziari. La China Banking Regulatory Commission (CBRC) ha ruolo di supervisione ed il potere di avviare l'amministrazione controllata per gli istituti finanziari, mentre la Deposit Insurance Fund Management Agency (DIFMA) è l'autorità che in concreto implementa le misure volte a ristrutturare un'istituzione finanziaria in difficoltà.

Un'istituzione finanziaria può essere risolta quando quest'ultima ha sofferto o è probabile possa soffrire una crisi finanziaria, ponendo a rischio gli interessi dei depositanti e degli altri clienti.

Autorità		
Autorità responsabile per decidere se vi sono le condizioni per la risoluzione di un'istituzione finanziaria	**Autorità responsabile per la decisione delle strategie di risoluzione**	**Autorità responsabile per l'implementazione della risoluzione**
China Banking Regulatory Commission (CBRC) in collaborazione con la People's Bank of China (PBC) e la Deposit Insurance Fund Management Agency (DIFMA)	CBRC, PBC e DIFMA	DIFMA e PBC

Attributi chiave del regime di risoluzione						
Possibilità di controllare e gestire una banca	**Possibilità di sostituire il management**	**Possibilità di assicurare la continuazione della prestazione dei servizi**	**Poteri di trasferimento**	**Potere di istituire una bridge bank**	**Possibilità di istituire un veicolo per la gestione di taluni assets**	**Potere di applicare il BAIL-IN**
SI	SI	SI, ma solo per gruppi regolati	SI	NO	NO	NO

GIAPPONE – AUTORITÀ E ATTRIBUTI DEL REGIME DI RISOLUZIONE

In Giappone sono disponibili due tipologie di intervento:

1. Misure contro crisi finanziarie, che prevedono la possibilità di fornire assistenza finanziaria o dare il via alla nazionalizzazione dell'istituzione finanziaria in crisi qualora il Primo Ministro determini di essere in presenza di rischi sistemici; e
2. Risoluzione ordinata, dove la *Deposit Insurance Corporation of Japan* (DICJ), sotto il controllo della *Japan Financial Services Agency* (JFSA), acquisisce il controllo dell'istituzione finanziaria e può altresì attuare le misure di risoluzione determinate necessarie.

Un'istituzione finanziaria può essere risolta quando quest'ultima è insolvente o lo sta divenendo.

Autorità		
Autorità responsabile per decidere se vi sono le condizioni per la risoluzione di un'istituzione finanziaria	**Autorità responsabile per la decisione delle strategie di risoluzione**	**Autorità responsabile per l'implementazione della risoluzione**
Japan Financial Services Agency (JFSA) e Primo Ministro	Japan Financial Services Agency (JFSA)	Japan Financial Services Agency (JFSA) o Deposit Insurance Corporation of Japan (DICJ) in caso di risoluzione ordinata

Attributi chiave del regime di risoluzione						
Possibilità di controllare e gestire una banca	**Possibilità di sostituire il management**	**Possibilità di assicurare la continuazione della prestazione dei servizi**	**Poteri di trasferimento**	**Potere di istituire una bridge bank**	**Possibilità di istituire un veicolo per la gestione di taluni assets**	**Potere di applicare il BAIL-IN**
SI	SI	SI, ma solo per gruppi regolati	SI		SI	NO[27]

BIBLIOGRAFIA

- *European Parliament, Loss absorbing capacity in the Banking Union: TLAC implementation and MREL review*.
- *European commission, Proposal for a* REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL, 23/11/2016 *amending Regulation (EU) No 575/2013 as regards the leverage ratio, the net stable funding ratio, requirements for own funds and eligible liabilities, counterparty credit risk, market risk, exposures to central counterparties, exposures to collective investment undertakings, large exposures, reporting and disclosure requirements and amending Regulation (EU) No 648/2012 n. COM(2016) 850 final.*
- *Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2014/59/EU on loss-absorbing and recapitalisation capacity of credit institutions and investment firms and amending Directive* 98/26/EC, Directive 2002/47/EC, Directive 2012/30/EU, Directive 2011/35/EU, Directive 2005/56/EC, Directive 2004/25/EC and Directive 2007/36/EC n. COM(2016) 852 final.
- EBA, FINAL REPORT ON MREL, REPORT ON THE IMPLEMENTATION AND DESIGN OF THE MREL FRAMEWORK, EBA-Op-2016-21| 14 December 2016
- *Fitch Research, Bank Resolution Primer, A High-Level Overview of the Resolution and TLAC Regime, November 2016*

NOTA

27 In Giappone non vi è allo stato attuale un vero e proprio regime di bail-in, ma le autorità affermano che gli obiettivi economici del *bail-in* possono venire raggiunti tramite la capitalizzazione di un istituto ponte (*bridge institution*) al quale sono state trasferite tutte le funzioni essenziali ed in seguito tramite la liquidazione dell'istituzione finanziaria precedentemente esistente, mantenendo il potere di separare le attività e le passività di quest'ultima.

© AIAF-CFASI

IL RECEPIMENTO DELLA BRRD NEI PAESI DELL'UNIONE EUROPEA

INTRODUZIONE

La BRRD è pienamente efficace dal 1 gennaio 2016 in tutti i Paesi interessati ma gli effetti della sua introduzione non sono uguali per tutti in quanto la Direttiva concede margini di discrezionalità al legislatore locale nella fase di recepimento. Ne consegue che il trattamento previsto per gli investitori in strumenti finanziari bancari non è il medesimo nei diversi Paesi dell'Unione Europea[28]. Le diversità sono in parte da ricondurre a diverse infrastrutture normative nei singoli Paesi oppure, più semplicemente, a scelte differenti in tema di tutela degli interessi degli investitori.

Il recepimento della BRRD nell'ordinamento italiano è stato articolato in due interventi normativi: il Decreto Legislativo n. 180 del 16 novembre 2015, che recepisce la BRRD in materia di risoluzione, ed il Decreto Legislativo n. 181 del 16 novembre 2015, che apporta le modifiche al Decreto Legislativo del 1 settembre 1993 n. 385 (Testo Unico Bancario – TUB) e al Decreto Legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 (Testo Unico della Finanza – TUF).

Gli interventi normativi negli altri principali Paesi Europei saranno sinteticamente schematizzati al fine di un confronto degli effetti sulle gerarchie degli strumenti finanziari.

2.a IL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA SU RISANAMENTO E RISOLUZIONE DELLE BANCHE

2.a.1 I contenuti del Decreto Legislativo 180/2015

Il D.Lgs. n. 180/2015 del 16 novembre 2015 introduce la disciplina in materia di piani di risoluzione, avvio e chiusura delle procedure di risoluzione, adozione delle misure di risoluzione, gestione delle crisi dei gruppi finanziari frontalieri/internazionali (*cross border*), poteri e funzioni dell'autorità di risoluzione nazionale nonché disciplina del fondi di risoluzione nazionale. Si applica alle banche aventi sede legale in Italia, alle società italiane capogruppo di un gruppo bancario e società appartenenti a un gruppo bancario ai sensi degli articoli 60 e 61 del Testo Unico Bancario, alle società incluse nella vigilanza consolidata ai sensi dell'articolo 65, commi 1. e, h del Testo Unico Bancario e società aventi sede legale in Italia incluse nella vigilanza consolidata in un altro stato membro.

Il decreto individua nella Banca d'Italia l'autorità di risoluzione nazionale e ne disciplina poteri, funzioni e cooperazioni con le altre autorità; **presso Banca d'Italia vengono quindi accentrati sia i poteri di vigilanza che quelli di risoluzione**.

PIANI DI RISOLUZIONE, RISOLUZIONE E ALTRE PROCEDURE DI GESTIONE DELLA CRISI

La Banca d'Italia, in qualità di Autorità di Vigilanza pianifica le strategie di risoluzione, predisponendo un piano di risoluzione da attuare nel caso si verifichi, o sia prevedibile, lo stato di dissesto di una banca su base individuale, o di un gruppo, quando la Banca d'Italia è autorità di risoluzione del gruppo. In caso di soggetti facenti parte di gruppi *cross border* (gruppi con componenti aventi sede legale o con succursali significative in altri Stati Membri), la predisposizione dei piani avverrà con il coinvolgimento delle

NOTE

28 La Commissione Europea, in data 23 novembre 2016, ha emanato una proposta di direttiva a modifica della BRRD (2016/0363 (COD) http://ec.europa.eu/finance/bank/docs/crisis-management/161123-proposal-directive-unsecured-debt-instruments_en.pdf) e che, se approvata dal Consiglio Europeo e dal Parlamento Europeo e dopo la trasposizione nella legislazione nazionale da parte dei vari parlamenti nazionali, da luglio 2017 vedrà la nascita di nuovi strumenti di debito, cosiddetti *non-preferred senior*, che a livello gerarchico si inseriranno al gradino superiore (meno protetto) del debito *senior*. Tale proposta nasce principalmente per eliminare le distorsioni causate dai diversi approcci legislativi nazionali e quindi armonizzare la materia a livello comunitario.
Le nuove regole si applicheranno agli strumenti emessi dopo la data di applicazione della direttiva ed i nuovi strumenti *non-preferred senior* dovranno obbligatoriamente avere una scadenza all'emissione maggiore di 1 anno, non avere componenti derivative ed essere da documentazione legale esplicitamente subordinati rispetto alle passività *senior*.

autorità dei Paesi Membri nell'ambito di collegi di risoluzione[29].
Nel predisporre il piano di risoluzione la Banca d'Italia valuta la risolvibilità della banca, vale a dire la possibilità di assoggettarla a liquidazione coatta amministrativa o a risoluzione, minimizzando le conseguenze negative significative per il sistema finanziario italiano, di altri Stati Membri o dell'Unione Europea e nella prospettiva di assicurare la continuità delle funzioni essenziali. Qualora non si ritenga necessaria la risolvibilità della banca, la predisposizione del piano di risoluzione è sospesa e viene avviata la fase di individuazione (in tempi di circa sei mesi) e rimozione degli ostacoli.
Le misure adottabili per la rimozione degli impedimenti vanno dalla riduzione dei rischi (intesa come riduzione di alcune esposizioni, prodotti/linee di *business,* cessione di beni e/o attività) a vere e proprie riorganizzazioni aziendali (es. cessione forzata di rami bancari a talune società del gruppo) e all'emissione di passività ammissibili a *bail-in* (normato dall'art 50).

Se invece la banca è ritenuta risolvibile, allora l'avvio della procedura di risoluzione è previsto al ricorrere congiuntamente dei seguenti presupposti:

a. la banca è in dissesto o a rischio di dissesto (ad esempio perché risultano perdite patrimoniali di eccezionale gravità, tali da privare la banca dell'intero patrimonio o di un importo significativo del patrimonio), o essa non è in grado di pagare i propri debiti alla scadenza[30];
b. non si possono ragionevolmente prospettare misure alternative che permettono di superare la situazione di cui alla lettera a) in tempi adeguati (tra cui l'intervento di uno o più soggetti privati o di un sistema di tutela istituzionale, o un'azione di vigilanza, che può includere misure di intervento precoce[31] o l'amministrazione straordinaria).

La risoluzione può attuarsi mediante:

a. **cessione di beni e rapporti giuridici a un soggetto terzo**; sono individuati l'oggetto della cessione (azioni, partecipazioni, diritti, attività e passività dell'ente sottoposto a risoluzione), le condizioni (di mercato), le modalità di pagamento del prezzo;
b. **cessione di beni e rapporti giuridici a un ente-ponte (Bridge Bank);** l'ente viene costituito per gestire beni e rapporti giuridici acquistati ai sensi delle procedure di risoluzione, con l'obiettivo di mantenere la continuità delle funzioni essenziali precedentemente svolte dall'ente sottoposto a risoluzione e, quando le condizioni di mercato sono adeguate, cedere a terzi le partecipazioni al capitale o i diritti, le attività o le passività acquistate. Il capitale dell'ente-ponte è interamente o parzialmente detenuto dal fondo di risoluzione o da autorità pubbliche;

NOTE

29 L'articolo 70, riferisce agli articoli 88 e 89 della Direttiva 2014/59/UE, in conformità alle norme tecniche di regolamentazione adottate dalla Commissione Europea.

30 In generale la banca si considera in dissesto o a rischio dissesto in una o più delle seguenti situazioni:
   a. risultano irregolarità nell'amministrazione o violazioni di disposizioni legislative, regolamentari o statutarie che regolano l'attività della banca di gravità tale che giustificherebbero la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività;
   b. risultano perdite patrimoniali di eccezionale gravità, tali da privare la banca dell'intero patrimonio o di un importo significativo del patrimonio;
   c. le sue attività sono inferiori alle passività;
   d. essa non è in grado di pagare i propri debiti alla scadenza;
   e. elementi oggettivi indicano che una o più delle situazioni indicate nelle lettere a), b), c) e d) si realizzeranno nel prossimo futuro;
   f. è prevista l'erogazione di un sostegno finanziario pubblico straordinario a suo favore (a meno che lo stesso non sia concesso a particolari situazioni economiche generali e con modalità che consentono di non considerare l'aiuto come aiuto ad una banca in dissesto).

31 Titolo IV, Capo 1, del Decreto Legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (TUB), Sezione 01-I (Misure di intervento precoce) Art. 69-octiesdecies e seguenti. Fra le misure di intervento precoce:
   – dare attuazione, anche parziale, al piano di risanamento adottato o
   – preparare un piano per negoziare la ristrutturazione del debito con tutti o alcuni creditori secondo il piano di risanamento, ove applicabile, o
   – modificare la propria forma societaria.

© AIAF-CFASI

c. **cessione di beni e rapporti giuridici a una società veicolo (*bad bank*)** per la gestione delle attività; la società veicolo si differenza dall'ente ponte perché la sua funzione è massimizzare il valore dei beni e dei rapporti giuridici ad essa ceduti mediante una successiva cessione o la liquidazione della società medesima. *Essa è posseduta interamente o parzialmente dal fondo di risoluzione o da autorità pubbliche,* come l'ente ponte. La disciplina della sua costituzione è analoga a quella dell'ente-ponte (approvazione della Banca d'Italia)[32];

d. ***bail-in*:** riduzione o conversione in azioni delle passività emesse dall'intermediario in risoluzione. Il *bail-in* può essere disposto da solo, se sufficiente al risanamento (e con lo scopo di ripristino del patrimonio dell'ente sottoposto a risoluzione nella misura necessaria al rispetto dei requisiti prudenziali e idonea a ristabilire la fiducia del mercato) ovvero anche congiuntamente alle operazioni di cessione.

Per quanto riguarda la risoluzione dei gruppi *cross-border* ed i rapporti con i Paesi terzi, la Banca d'Italia coopera con le autorità competenti di risoluzione degli altri Stati Membri e prende in debita considerazione l'impatto che le proprie decisioni e azioni possono avere sulla stabilità finanziaria e sugli interessi degli Stati terzi. Qualora la presenza in altri Stati Membri sia considerata significativa, è possibile inoltre formare dei **collegi di risoluzione** formati da componenti delle rispettive autorità di risoluzione ed altri attori, ad esempio il Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Quando una misura di risoluzione sia adottata in uno Stato terzo e sia stata riconosciuta con decisione congiunta da un collegio di risoluzione, la Banca d'Italia la attua in conformità all'ordinamento italiano ma, se la misura di risoluzione non è stata riconosciuta dalla decisione di un collegio di risoluzione, può rifiutarsi di attuarla se ritiene che l'adozione avrebbe effetti negativi, ad esempio sulla stabilità finanziaria del sistema Italiano o di uno Stato Membro[33].

Nel caso delle succursali Italiane di banche extracomunitarie, quando una succursale non è sottoposta a risoluzione in questo Stato la Banca d'Italia può adottare nei suoi confronti azioni di risoluzione, qualora ricorrano le seguenti circostanze:

a. la succursale non soddisfa più le condizioni stabilite per l'autorizzazione dell'esercizio dell'attività e non vi sono prospettive che la situazione possa essere migliorata;
b. la banca avente sede legale nello Stato terzo non è in grado di adempiere alle proprie obbligazioni nei confronti dei creditori residenti o aventi sede legale nell'Unione Europea ma non è stata aperta nello Stato terzo una risoluzione della banca;
c. nello Stato terzo è stata avviata una risoluzione della banca.

I FONDI DI RISOLUZIONE ED I FONDI DI GARANZIA DEI DEPOSITANTI NEL CONTESTO DELLA RISOLUZIONE

L'art. 76 del Regolamento (UE) n. 806/2014 introduce i fondi di risoluzione come strumento di finanziamento nell'ambito del processo di risoluzione.

In Italia il Fondo di Risoluzione Nazionale è stato istituito presso la Banca d'Italia a novembre 2015.

Entro il 31 dicembre 2024 la dotazione finanziaria complessiva del Fondo di Risoluzione Nazionale, il cui patrimonio è autonomo e distinto a tutti gli effetti sia dal patrimonio della Banca d'Italia sia da quello di ciascun soggetto finanziatore, dovrà essere pari all'1% dei depositi protetti, per un ammontare stimato di 5,7 miliardi di euro (55 miliardi di euro la dotazione complessiva stimata del fondo di risoluzione unico).

NOTE

32 Attività e passività possono convergere alla società veicolo dall'ente sottoposto a risoluzione o dell'ente-ponte, in una o più soluzioni, al verificarsi di almeno uno dei seguenti presupposti:
a. condizioni di mercato tali che la liquidazione dei diritti e delle attività nell'ambito della procedura concorsuale applicabile potrebbe avere effetti negativi sui mercati finanziari;
b. cessione necessaria per garantire il corretto funzionamento dell'ente sottoposto a risoluzione o dell'ente-ponte;
c. cessione necessaria per massimizzare i proventi ricavabili dalla liquidazione.

33 Si veda art. 71 comma 4 D.Lgs. 180/2015.

L'utilizzo dei fondi di risoluzione è disposto dalla Banca d'Italia per una o più delle seguenti finalità:

- garantire le attività o le passività dell'ente sottoposto a risoluzione;
- concedere finanziamenti all'ente sottoposto a risoluzione;
- acquistare attività dell'ente sottoposto a risoluzione;
- sottoscrivere capitale ed eseguire conferimenti e apporti al patrimonio di un ente-ponte o di una società veicolo per la gestione delle attività;
- corrispondere indennizzi agli azionisti ed ai creditori in caso la risoluzione abbia portato a loro delle perdite superiori a quelle che avrebbero sopportato in caso di liquidazione coatta amministrativa;
- concedere finanziamenti su base volontaria ad altri meccanismi di finanziamento della risoluzione istituiti in altri Stati Membri.
- sottoscrivere capitale ed eseguire conferimenti ed apporti al patrimonio di un ente sottoposto a risoluzione, qualora siano state escluse dal bail-in alcune passività in via eccezionale, a condizione che le passività ammesse al bail-in rappresentino almeno l'8% delle passività totali dell'ente oggetto di risoluzione (inclusi i fondi propri) e che il contributo del fondo di risoluzione non superi il 5% delle passività totali, inclusi i fondi propri, dell'ente sottoposto a risoluzione.
  La norma (art 49 commi 8, 9, 10 del D.Lgs. 180/2015) ammette deroghe ai limiti qui esposti, sia in termini di modalità di calcolo delle soglie da rispettare ai fini dell'intervento sia in termini di livelli assoluti delle stesse. Si noti come la previsione di deroghe riguardo a diversi aspetti della procedura di risoluzione sia un aspetto che rende molto difficile per un analista finanziario poter fare una valutazione preventiva degli impatti di un eventuale *bail-in* sui conti della banca e sugli investitori.

In caso di risoluzione relativa a un gruppo *cross border*, la decisione di come utilizzare i fondi di risoluzione spetta all'autorità nazionale competente sulla risoluzione del gruppo[34].

Il **sistema di garanzia dei depositanti,** pur se in un contesto regolamentare europeo ancora in fase di definizione, interviene a sostegno dei creditori delle banche nell'ambito del processo di risoluzione. Il fondo di garanzia dei depositi è tenuto a corrispondere all'ente sottoposto a risoluzione:

- in caso di applicazione del *bail-in*, l'ammontare di cui i depositi protetti sarebbero stati ridotti ai fini dell'assorbimento delle perdite se a quei depositi fosse stato applicato il *bail-in*;
- in caso di cessione di beni e rapporti giuridici a un privato, all'ente-ponte o a una società veicolo per la gestione delle attività, l'ammontare delle perdite che i depositanti protetti avrebbero subito se avessero ricevuto il medesimo trattamento riservato ai creditori soggetti a perdite aventi lo stesso ordine di priorità.

In ogni caso, quanto dovuto dal sistema di garanzia dei depositanti non può eccedere l'ammontare delle perdite che esso avrebbe sostenuto se la banca fosse stata sottoposta a liquidazione coatta amministrativa.

Se la dotazione finanziaria di un sistema di garanzia dei depositanti si riduce a meno di due terzi dell'importo previsto dalla legge per effetto di interventi effettuati a seguito di risoluzioni, la Banca d'Italia provvede affinché l'importo sia ripristinato mediante il versamento di contributi, anche straordinari, entro sei anni.

2.a.2 I contenuti del Decreto Legislativo 181/2015

Il D.Lgs. 181/2015 del novembre 2015 ha apportato modifiche al Decreto Legislativo del 1 settembre 1993 n. 385 (Testo Unico Bancario – TUB) ed al Decreto Legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 (Testo Unico della Finanza – TUF).

In particolare, le modifiche del D.Lgs. 181/2015:

1. integrano il TUB con gli istituti previsti dalla BRRD riguardanti l'esercizio delle funzioni di vigilanza, ossia i piani di risanamento, sostegno finanziario infragruppo e misure di intervento precoce;
2. allineano l'amministrazione straordinaria delle banche (TUB art. 70 e seguenti) alla disciplina europea equiparandola alle misure di intervento precoce;
3. modificano la disciplina della liquidazione coatta amministrativa (TUB art. 80 e seguenti) per

NOTA

34 Art. 85 del D.Lgs. 180/2015.

© AIAF-CFASI

adeguarla al nuovo quadro normativo previsto dalla BRRD.

L'intervento normativo più rilevante è quello indicato al punto 1 perché individua quali strumenti la Banca d'Italia ha a disposizione per intervenire preventivamente per risanare la banca, al fine di evitare l'applicazione della risoluzione.

IL RAFFORZAMENTO DELL'ATTIVITÀ DI VIGILANZA - DISCIPLINA DEI PIANI DI RISANAMENTO E LE MISURE DI INTERVENTO PRECOCE

Il **Decreto 180/2015** impone alle banche di adottare un piano di risanamento, individuale o di gruppo, che preveda l'adozione di misure volte al riequilibrio della situazione patrimoniale e finanziaria in caso di suo significativo deterioramento.

Il piano di risanamento deve contenere le informazioni richieste da provvedimenti della Banca d'Italia e da regolamenti della Commissione Europea e non contempla l'accesso a un sostegno finanziario pubblico straordinario. Il Piano va aggiornato annualmente e, per i gruppi con filiali in altri Paesi Europei, Banca d'Italia condivide il piano con le autorità responsabili degli altri Paesi.

Nell'ambito della propria attività di vigilanza, la Banca d'Italia, in caso di violazione dei requisiti prudenziali previsti dalla normativa europea[35] oppure qualora preveda la violazione degli stessi a causa di un rapido deterioramento della situazione della banca o del gruppo, può chiedere alla banca o alla società capogruppo di un gruppo bancario l'attuazione di misure di intervento precoce quali:

- dare attuazione, anche parziale, al piano di risanamento adottato;
- preparare un piano per negoziare la ristrutturazione del debito con tutti o alcuni creditori secondo il piano di risanamento, ove applicabile;
- modificare la propria forma societaria.

La Banca d'Italia può ordinare il rinnovo degli organi di amministrazione e controllo delle banche, quando risultano gravi violazioni di disposizioni legislative, regolamentari o statutarie o gravi irregolarità nell'amministrazione, ovvero quando il deterioramento della situazione della banca sia particolarmente significativo, e sempre che gli interventi attuati con il piano di risanamento e le altre misure di intervento precoce non siano sufficienti a porre rimedio alla situazione.

Al verificarsi delle condizioni critiche che possono portare a valutare l'applicazione di intervento precoce, la Banca d'Italia acquisisce le informazioni necessarie per l'eventuale l'aggiornamento del piano di risoluzione, l'eventuale esercizio del potere di riduzione o conversione di azioni, di altre partecipazioni e di strumenti di capitale (*bail-in*) o l'avvio della risoluzione o della liquidazione coatta amministrativa.

NOTA

35 Regolamento (UE) n. 575/2013, delle disposizioni di attuazione della Direttiva 2013/36/UE e del titolo II della Direttiva 2014/65/UE o di uno degli articoli da 3 a 7, da 14 a 17, e 24, 25 e 26 del Regolamento (UE) n. 600/2014.

2.a.3 Gerarchia del *bail-in* in Italia

GERARCHIA DEI CREDITORI PRIMA E DOPO L'ENTRATA IN VIGORE DELLA BRRD IN ITALIA

L'applicazione nel nostro Paese della Direttiva BRRD ha profondamente modificato la disciplina sulla gestione delle crisi bancarie, andando a marcare ancor di più la differenza con quanto previsto in termini generali per i casi di crisi e/o insolvenza di entità non appartenenti al settore bancario.

L'istituzione del *bail-in* modifica la disciplina sulla liquidazione coatta amministrativa (che a sua volta richiama la legge fallimentare) definendo un nuovo livello di gerarchia nella *seniority* dei creditori chirografari della banca soggetta al *bail-in*.

Nel contesto dei creditori di una banca, possiamo identificare schematicamente tre macro categorie: privilegiati, chirografari, subordinati. Il **credito chirografario** è quello non assistito da alcun tipo di garanzia reale (pegno e ipoteca) o personale. Da esso si distinguono i **creditori privilegiati**, che in caso di fallimento di debitore devono venire soddisfatti prima di quelli chirografari, grazie ad una causa di prelazione che può essere incorporata nel titolo di credito (come ad esempio nel caso delle obbligazioni garantite, che possono contare sulla prelazione su specifici cespiti individuati nell'attivo della banca) o stabilita per legge (ad esempio i debiti verso l'erario o i dipendenti). I creditori chirografari nell'ambito di una procedura concorsuale hanno diritto ad un uguale trattamento (*par condicio creditorum*), principio che viene scardinato dall'applicazione del *bail-in*. Per creditori subordinati ci riferiamo,

nel prosieguo del testo, ai detentori di obbligazioni che prevedano contrattualmente che il titolo di credito sia ulteriormente indebolito rispetto ai chirografari, ossia che il suo soddisfacimento in caso di fallimento sia residuale rispetto a questi ultimi.

Se la liquidazione coatta amministrativa ha come obiettivo la soluzione di una situazione di insolvenza di un istituto bancario e stabilisce una procedura dettagliata tesa a soddisfare nella misura massima possibile i creditori ma a scapito dell'istituto stesso che viene liquidato, **la procedura di *bail-in* ha invece l'obiettivo di salvare la banca** o, per lo meno, le funzioni che vengono considerate essenziali.

Non tutte le passività della banca sono assoggettabili a *bail in*: alcune sono espressamente escluse dal processo di conversione in azioni/riduzione di valore in caso di crisi della banca (cfr. art 49, D.Lgs. 180/2015, es. i depositi tutelati), tutte le altre passività sono ammissibili al *bail-in* e quindi potenzialmente azzerabili.

Il D.Lgs. 181/2015 include un'ulteriore specificazione circa la *seniority* delle passività ammissibili a *bail-in*[36], introducendo una gerarchia tra alcune classi di creditori che precedentemente partecipavano in egual misura nelle perdite derivanti dalla liquidazione di una banca: **sono considerati privilegiati**, rispetto agli altri creditori, **i possessori di depositi** (diversi da quelli protetti che, in quanto tali, sono esclusi dal *bail-in*) **se persone fisiche, microimprese, piccole e medie imprese** (cosiddetta *depositor preference*).

Dal 1 gennaio 2019, inoltre, saranno privilegiati rispetto a tutti gli altri creditori chirografari (ma dopo i depositi riportati sopra) **tutti gli altri depositi presso la banca**[37] quindi anche i depositi delle **grandi imprese**[38] (estensione della *depositor preference*). Il rinvio al 2019 è stato previsto per offrire un periodo transitorio ai creditori impattati negativamente dalla *depositor preference* estesa (ad esempio i possessori di obbligazioni *senior*).

L'entrata in vigore in Italia della BRRD, rispetto alla normativa precedente, tutela quindi maggiormente alcuni creditori (i depositanti) rispetto ad altri, tra i quali i detentori di obbligazioni *senior* non garantite, che precedentemente **avevano invece diritto allo stesso trattamento**[39].

L'applicazione del *bail-in* non è però un processo puramente meccanico. Innanzitutto il quantum della perdita che potenzialmente potrebbero subire i creditori della banca è una funzione della differenza tra la patrimonializzazione minima richiesta alla banca stessa e quella effettivamente presente; inoltre

NOTE

36 Art. 1 comma 33 del citato decreto del D.Lgs. 181/2015, modifica l'art. 91 del TUB che a sua volta richiama l'art. 111 della Legge Fallimentare.

37 Art. 1, comma 33, lettera b e art. 3, comma 9 del D.Lgs. 181/2015.

38 Definite in base al criterio del fatturato annuo previsto dall'articolo 2, paragrafo 1, dell'Allegato alla Raccomandazione della Commissione Europea n. 2003/361/CE: "definite in base al criterio del fatturato annuo previsto dall'articolo 2, paragrafo 1, dell'Allegato alla Raccomandazione della Commissione Europea n. 2003/361/CE." La raccomandazione al citato art. 2 prevede: "La categoria delle microimprese delle piccole imprese e delle medie imprese (PMI) è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di EUR oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di EUR".

39 La Commissione Europea, in data 23 novembre 2016, ha emanato una proposta di direttiva a modifica della BRRD (2016/0363 (COD) http://ec.europa.eu/finance/bank/docs/crisis-management/161123-proposal-directive-unsecured-debt-instruments_en.pdf) e che, se approvata dal Consiglio Europeo e dal Parlamento Europeo e dopo la trasposizione nella legislazione nazionale da parte dei vari parlamenti nazionali, da Luglio 2017 vedrà la nascita di nuovi strumenti di debito, cosiddetti *non-preferred senior*, che a livello gerarchico si inseriranno al gradino superiore (meno protetto) del debito *senior*. Tale proposta nasce principalmente per eliminare le distorsioni causate dai diversi approcci legislativi nazionali e quindi armonizzare la materia a livello comunitario. Le nuove regole si applicheranno agli strumenti emessi dopo la data di applicazione della direttiva ed i nuovi strumenti *non-preferred senior* dovranno obbligatoriamente avere una scadenza all'emissione maggiore di 1 anno, non avere componenti derivative ed essere da documentazione legale esplicitamente subordinati rispetto alle passività *senior.*

© AIAF-CFASI

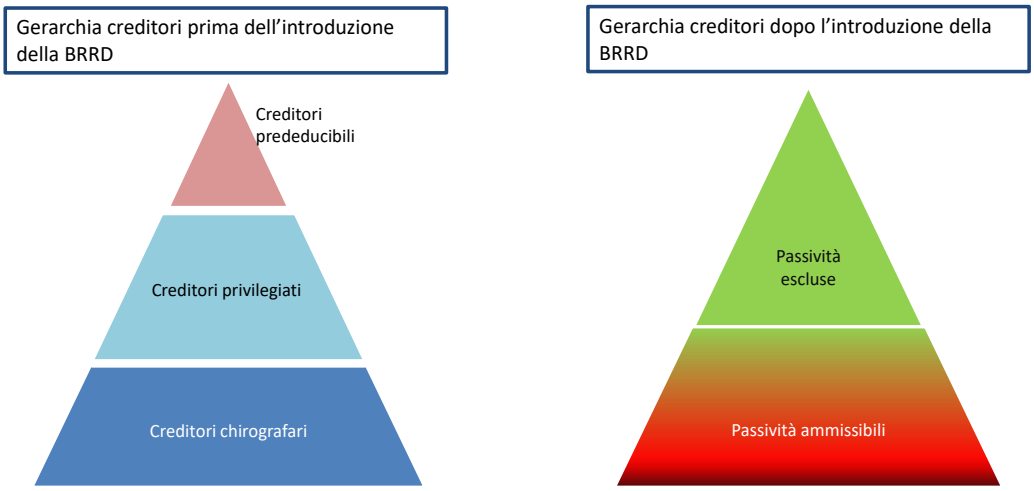


Figura 3

Gerarchia dal 1 gennaio 2016 al 31 dicembre 2018	
1	Common Equity Tier 1 (CET1)[40]
2	Additional Tier 1 (AT1)[41]
3	Tier 2[42]
4	Altre passività subordinate
5	– Obbligazioni *senior* – Depositi delle grandi imprese (sopra i 100.000 euro) – passività derivanti da operazioni in derivati
6	Depositi di persone fisiche, microimprese, piccole e medie imprese sopra i 100.000 euro

Gerarchia dal 1 gennaio 2019	
1	Common Equity Tier 1 (CET1)
2	Additional Tier 1 (AT1)
3	Tier 2
4	Altre passività subordinate
5	– Obbligazioni *senior* – passività derivanti da operazioni in derivati
6	Tutti i depositi, sopra i 100.000 euro, ad esclusione di quelli specificati al punto 7.
7	Depositi di persone fisiche, microimprese, piccole e medie imprese sopra i 100.000 euro

NOTE

40 Principalmente composto dal capitale azionario e riserve di bilancio provenienti da utili non distribuiti al netto delle imposte.

41 Sostanzialmente strumenti obbligazionari che hanno la caratteristica di partecipare all'assorbimento delle perdite nel caso in cui gli indici patrimoniali scendessero sotto determinate soglie.

42 Titoli obbligazionari subordinati che entrano a fare parte del capitale supplementare delle banche.

l'autorità di risoluzione ha il potere di escludere dall'applicazione del *bail-in* alcune passività[43] che non siano espressamente escluse dal citato art. 49 del D.Lgs. 180/2015 (cioè non siano già escluse dalla legge come ad es. i depositi protetti dal sistema di garanzia depositi e le passività garantite). L'applicazione di una tale esclusione è condizionata a complesse valutazioni non sempre di immediata oggettività o comunque difficilmente indagabili. L'esclusione in via eccezionale di alcune passività si renderebbe necessaria quando risultasse difficile applicare il *bail-in* a tali passività in tempi ragionevoli o per assicurare la continuità delle funzioni essenziali dell'ente sottoposto a risoluzione evitando conseguenze negative per i mercati finanziari, per l'economia di uno Stato Membro o dell'Unione Europea nonché per gli stessi altri creditori ammessi al *bail-in* (che subirebbero perdite maggiori in caso di eventuale inclusione, piuttosto che di esclusione, delle passività in oggetto). Come abbiamo visto nel Capitolo 2.a.1 a proposito dei fondi di risoluzione, anche l'entità di eventuali sostegni finanziari esterni non è facilmente prevedibile perché l'autorità può optare per deroghe ai limiti di intervento del fondo, fissati dalla norma.

2.b PANORAMICA SU COME GLI ALTRI PAESI EUROPEI HANNO RECEPITO LA DIRETTIVA[44]

La BRRD richiedeva agli Stati Membri UE di pubblicare entro il 31 dicembre 2014 le disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative necessarie per conformarsi alla direttiva. Le disposizioni sarebbero entrate in vigore a decorrere dal 1 gennaio 2015, ad eccezione delle disposizioni adottate per conformarsi al titolo IV, capo IV, sezione 5 ("lo strumento del *bail-in),* al più tardi a decorrere dal 1 gennaio 2016.

Il recepimento della direttiva negli ordinamenti nazionali ha fatto si che ciascuno Stato Membro, nella trasposizione nazionale, abbia adottato schemi differenti, ognuno con caratteristiche diverse. I principali schemi adottati sono la costituzione di holding bancarie, l'introduzione di nuove forme contrattuali che normano alcune passività bancarie e infine modifiche alla legge fallimentare esistente. Riassumiamo di seguito le principali caratteristiche dei tre diversi schemi.

NOTE

43 L'autorità di risoluzione può escludere talune passività dal *bail-in* qualora:

a. non sia possibile sottoporre a bail-in tali passività entro un tempo ragionevole;
b. l'esclusione sia strettamente necessaria e proporzionata per consentire la continuità delle funzioni essenziali e delle principali strategie commerciali;
c. l'esclusione sia strettamente necessaria e proporzionata per evitare un ampio contagio – in particolare per quanto riguarda depositi detenuti da persone fisiche o da micro, piccole e medie imprese – che pregiudicherebbe gravemente il funzionamento dei mercati finanziari, incluse le loro infrastrutture, e determinerebbe gravi danni all'economia;
d. l'applicazione dello strumento del *bail-in* causi una distruzione di valore tale che le perdite sostenute da altri creditori sarebbero più elevate rispetto al caso in cui le passività in oggetto ne fossero escluse. L'elenco di circostanze è molto esteso e in sostanza lascia all'autorità ampi spazi di discrezionalità.

44 La Commissione Europea, in data 23 novembre 2016, ha emanato una proposta di direttiva a modifica della BRRD (2016/0363 (COD) http://ec.europa.eu/finance/bank/docs/crisis-management/161123-proposal-directive-unsecured-debt-instruments_en.pdf) e che, se approvata dal Consiglio Europeo e dal Parlamento Europeo e dopo la trasposizione nella legislazione nazionale da parte dei vari parlamenti nazionali, da luglio 2017 vedrà la nascita di nuovi strumenti di debito, cosiddetti *non-preferred senior*, che a livello gerarchico si inseriranno al gradino superiore (meno protetto) del debito *senior*. Tale proposta nasce principalmente per eliminare le distorsioni causate dai diversi approcci legislativi nazionali e quindi armonizzare la materia a livello comunitario. Le nuove regole si applicheranno agli strumenti emessi dopo la data di applicazione della direttiva ed i nuovi strumenti *non-preferred senior* dovranno obbligatoriamente avere una scadenza all'emissione maggiore di 1 anno, non avere componenti derivative ed essere da documentazione legale esplicitamente subordinati rispetto alle passività *senior*.

© AIAF-CFASI

LE HOLDING BANCARIE

Le holding bancarie sono una struttura societaria in essere da decenni in diversi Paesi dell'Europa centrale e settentrionale, e negli Stati Uniti d'America dal 1956, per i molteplici vantaggi che queste strutture offrono, in termini fiscali piuttosto che di flessibilità operativa[45].

Nello schema bancario con holding, la *holding company*, al vertice della società operativa bancaria che gestisce la rete degli sportelli, detiene il capitale della società operativa. Secondo questo schema, è la *holding company* che emette il debito *senior* non garantito e trasferisce i fondi raccolti alla società operativa bancaria; in questo modo, è la *holding company* che possiede sia il capitale che il debito della società operativa e, in caso di difficoltà, è agli strumenti di debito emessi dalla *holding company* che si applica lo strumento del *bail-in.* Tale struttura fa si che il debito *senior* emesso dalla società operativa ed i depositi, che ricordiamo sono a capo della società operativa, rimangano inviolati. L'applicazione dei principi della BRRD alle strutture bancarie con holding, ha generato dei vantaggi in termini di maggior protezione per i creditori delle loro strutture bancarie operative rispetto a quelli delle banche non controllate da holding.

Schema Holding Bancarie nel Regno Unito

Autorità di risoluzione	Peculiarità della legislazione inglese	Principali riferimenti normativi per l'implementazione della Direttiva BRRD
Bank of England (BOE) www.bankofengland.co.uk	Il Regno Unito sfrutta le peculiarità del sistema delle *holding*, entità che detengono il capitale delle società operative bancarie. Qualora fosse necessaria l'adozione dello strumento del *bail-in*, sarebbero gli strumenti azionari e di debito emessi dalla holding a subire le svalutazioni. In tal modo, la *holding* agisce come un "cuscinetto" verso la società operativa bancaria i cui debiti e depositi sono sostanzialmente protetti.	Banking Act 2009 The Bank Recovery and Resolution Order 2014 The Banks and Building Societies (Depositor Preference and Priorities) Order 2014 The Banking Act 2009 (Mandatory Compensation Arrangements Following Bail-in) Regulations 2014 The Banking Act 2009 (Restriction of Special Bail-in Provision etc.) Order 2014

Gerarchia del *bail-in* nel Regno Unito *

1	Common Equity Tier 1 (CET1)
2	Additional Tier 1 (AT1)
3	Tier 2
4	Obbligazioni emesse dalla società *holding*
5	Obbligazioni *senior* emesse dalla società operativa bancaria – Depositi delle grandi imprese (sopra i 100.000 euro) – Passività derivanti da operazioni in derivati
6	Depositi dei privati e delle piccole e medie imprese sopra i 100.000 euro

* Viene considerato il caso delle società che adottano la struttura holding.
Le disposizioni relative al *bail-in* si applicano dal 1 gennaio 2016

NOTA

45 Tatyana V. Tkachenko – Legal status of bank holding companies: US and european bankruptcy issues – http://www.iwirc.com/file.cfm/177/content/legal-status-of-bank-holding-companies-bhcs-us-and-european-bankruptcy-issues.pdf

INTRODUZIONE DI NUOVI STRUMENTI FINANZIARI

Nel recepire la BRRD, alcuni Paesi hanno deciso di legiferare la possibilità di emettere una nuova tipologia di obbligazione bancaria (cosiddetti "BOND TIER 3"), che in termini di *seniority* si inserisce tra le obbligazioni *senior* e le obbligazioni subordinate TIER2. In questo modo, la nuova tipologia di titolo va a formare un "cuscinetto" di protezione per gli obbligazionisti *senior* e per i depositanti in caso fosse necessario applicare lo strumento del *bail-in*.

Introduzione di nuovi strumenti finanziari - Francia

Autorità di risoluzione	Peculiarità della legislazione francese	Principali riferimenti normativi per l'implementazione della Direttiva BRRD
Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) https://acpr.banque-france.fr	La Francia ha inserito nella propria legislazione, la possibilità per gli istituti di credito di emettere un nuovo tipo di debito *senior* con una clausola di subordinazione rispetto ai titoli *senior* "classici". Tale nuova tipologia di titolo, cosiddetta *senior non-preferred*, agisce da cuscinetto per proteggere, in caso di *bail-in*, le vecchie obbligazioni *senior* ed i depositi, anche quelli sopra i 100.000 euro garantiti dal fondo di risoluzione. I nuovi titoli non contribuiranno a rafforzare i ratio di solvibilità ma potranno essere utilizzati al fine di soddisfare i requisiti di *Total Loss Absorption Capacity* (TLAC)	Decreto 2015-1160 del 17/09/2015 Legge 2014-1662 del 30/12/2014 Decreto 2013-978 del 30/10/2013 Legge 2013-672 del 26/07/2016

Gerarchia del *bail-in* in Francia *

1	Common Equity Tier 1 (CET1)[46]
2	Additional Tier 1 (AT1)[47]
3	Tier 2[48]
4	Obbligazioni *senior non-preferred*
5	Obbligazioni *senior* Depositi delle grandi imprese (sopra i 100.000 euro) Passività derivanti da operazioni in derivati
6	Depositi dei privati e delle piccole e medie imprese sopra i 100.000 euro

* Le disposizioni relative al *bail-in* si applicano dal 1 gennaio 2016

NOTE

46 Principalmente composto dal capitale azionario e riserve di bilancio provenienti da utili non distribuiti al netto delle imposte.

47 Sostanzialmente strumenti obbligazionari che hanno la caratteristica di partecipare all'assorbimento delle perdite nel caso in cui gli indici patrimoniali scendessero sotto determinate soglie.

48 Titoli obbligazionari subordinati che entrano a fare parte del capitale supplementare delle banche.

© AIAF-CFASI

Introduzione di nuovi strumenti finanziari – Spagna

Autorità di risoluzione	Peculiarità della legislazione spagnola	Principali riferimenti normativi per l'implementazione della Direttiva BRRD
Fondo de Restructuración Ordenada Bancaria – FROB www.frob.es/ La Banca Centrale Spagnola è invece responsabile per le attività di pre-risoluzione www.bde.es/bde/en/	La Spagna ha inserito nella propria legislazione la possibilità per gli istituti di credito di emettere un nuovo tipo di debito subordinato, denominato TIER 3, che ha quindi una clausola di subordinazione rispetto ai titoli *senior* "classici". Tale nuova tipologia di titolo, che si inserisce appunto tra i "vecchi" debiti subordinati ed i "vecchi" debiti *senior*, agisce da cuscinetto per proteggere, in caso di *bail-in*, le vecchie obbligazioni *senior* ed i depositi, anche quelli sopra i 100.000 euro garantiti dal fondo di risoluzione. I nuovi titoli non contribuiranno a rafforzare i ratio di solvibilità ma potranno essere utilizzati al fine di soddisfare i requisiti di *Total Loss Absorption Capacity* (TLAC)	Legge 11/2015 del 18/06/2015 Decreto reale 1012/2015 del 6/11/2015

Gerarchia del *bail-in* in Spagna*

1	Common Equity Tier 1 (CET1)
2	Additional Tier 1 (AT1)
3	Tier 2
4	Tier 3
5	Obbligazioni *senior* – Depositi delle grandi imprese (sopra i 100.000 euro) – Passività derivanti da operazioni in derivati
6	Depositi dei privati e delle piccole e medie imprese sopra i 100.000 euro

* Le disposizioni relative al *bail-in* si applicano dal 1 gennaio 2016

MODIFICA DELLA LEGGE FALLIMENTARE

In alcuni Paesi, ad esempio la Germania, il legislatore ha apportato delle modifiche alla legge fallimentare con il fine di rendere alcuni titoli emessi dalle banche maggiormente esposti in caso di applicazione del *bail-in*, a protezione di altri strumenti.

Gli interventi hanno determinato la subordinazione dei titoli di debito *senior* rispetto alle altre passività non garantite della banca, come ad esempio i depositi (anche quelli sopra i 100.000 che non godono della garanzia dal fondo di tutela dei depositi) e le passività derivanti da operazioni in derivati.

Modifica della legge Fallimentare in Germania

Autorità di risoluzione	Peculiarità della legislazione tedesca	Principali riferimenti normativi per l'implementazione della Direttiva BRRD
L'autorità di risoluzione è l'Agenzia federale per i mercati finanziari www.fmsa.de/en/	In Germania, la trasposizione della direttiva BRRD ha portato alla revisione della legge fallimentare, che ha stabilito che, dal 1 Gennaio 2017, le tradizionali obbligazioni *senior* saranno rese di fatto subordinate rispetto ad altre passività non garantite, come ad esempio i depositi, anche quelli superiori alla soglia dei 100.000 euro, le passività derivanti da operazioni in derivati ed alcuni prodotti strutturati. Le tradizionali obbligazioni *senior* contribuiranno a soddisfare i requisiti di *Total Loss Absorption Capacity* (TLAC).	The BRRD implementation act (BRRD – umsetzungsgesetz) del 10.12.2014

Gerarchia del *bail-in* in Germania *

1	Common Equity Tier 1 (CET1)
2	Additional Tier 1 (AT1)
3	Tier 2
4	Obbligazioni *senior* Prodotti strutturati a capitale protetto legati solamente all'andamento dei tassi di interesse
5	Depositi delle grandi imprese (sopra i 100.000 euro) Passività derivanti da operazioni in derivati Prodotti strutturati non a capitale protetto e/o con ammontare del pagamento degli interessi legato all'andamento di variabili finanziarie diverse dai tassi di interesse
6	Depositi dei privati e delle piccole e medie imprese sopra i 100.000 euro

* Le disposizioni relative al *bail-in* si applicano dal 1 gennaio 2016, ad eccezione della differenziazione sui prodotti strutturati, che si applicherà dal 1 gennaio 2017 (sino ad allora saranno tutte incluse nella posizione numero 4 della scala gerarchica sopra riportata)

© AIAF-CFASI

2.c IL SISTEMA DI GARANZIA DEI DEPOSITI

La prima normativa europea sullo schema di garanzia dei depositi risale al 1994 e per quindici anni non subì praticamente variazioni. L'approccio di uniformazione minimo utilizzato nel 1994 risultò in differenze significative nelle normative dei singoli Paesi europei, rendendo necessaria una nuova legislazione comunitaria al fine di istituire un quadro normativo armonizzato culminata nella Direttiva 2014/49/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 ("DGS" o "*Deposit Guarantee Schemes Directive*")[49].

Oltre a confermare il tetto di protezione dei depositi (€100.000) e l'obbligatorietà per tutte le banche a partecipare al sistema di garanzia dei depositi, la direttiva DGS ha introdotto una serie di novità:

1. I depositanti, sino al 31 dicembre 2018, devono essere in grado di avere accesso ai propri depositi entro 20 giorni dalla data in cui l'autorità competente stabilisce che i depositi non sono più accessibili[50]. I giorni si riducono a 15 dal 1 gennaio 2019 al 31 dicembre 2020, a 10 dal 1 gennaio 2021 al 31 dicembre 2023 ed a 7 dal 1 gennaio 2024;
2. I depositanti devono essere informati per iscritto degli aspetti principali del sistema di garanzia dei depositi all'apertura del rapporto e successivamente almeno una volta all'anno;
3. L'importo che ciascun fondo di garanzia nazionale dei depositi dovrà raggiungere nell'arco temporale di 10 anni (a partire da giugno 2014) sarà pari almeno allo 0,8% dei depositi protetti;
4. I fondi di garanzia dei depositanti possono in linea generale essere utilizzati nei processi di risoluzioni bancarie, secondo il principio che gli schemi di risoluzione bancaria e gli schemi di garanzia dei depositi condividono la stessa funzione di protezione dei depositanti;
5. Un sistema di garanzia può erogare prestiti su base volontaria ad un altro sistema di garanzia, anche se istituito in un altro stato comunitario, nel caso non sia in grado di adempiere ai propri obblighi di rimborso a causa dell'insufficienza della propria dotazione finanziaria. Il limite dei prestiti che un sistema di garanzia dei depositanti può ricevere è fissato allo 0,5% dei depositi ammissibili.

La direttiva DGS del 2014 assicura quindi che tutti i depositi sino a 100.000 € siano protetti[51] tramite i singoli schemi di garanzia dei depositi nazionali. Tuttavia, i singoli schemi di garanzia potrebbero risultare vulnerabili in caso di grandi shocks e pertanto l'Unione Europea ha intrapreso nel 2015[52], in completa sintonia con il progetto di Unione Bancaria, la strada della costituzione di uno schema di garanzia dei depositi unico europeo ("EDIS" o "*European*

NOTE

49 Si veda la Direttiva 2014/49/UE del 16 aprile 2014 http://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0049&from=EN, il memo 15/6165 della commissione europea http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-15-6165_en.htm?locale=en ed il single rulebook del consiglio europeo http://www.consilium.europa.eu/it/policies/banking-union/single-rulebook/deposit-guarantee-schemes/

50 Su decisione delle autorità competenti i depositi non sono rimborsabili per motivi connessi con la situazione finanziaria dell'ente creditizio in questione.

51 La DGS del 2014 prevede che, in caso di saldi temporaneamente superiori ad EUR 100.000 dovuti a cause specifiche (quali per esempio la vendita di una casa, il matrimonio, un divorzio, il pensionamento, l'invalidità, ecc.) somme superiori ai 100.000 EUR vengano comunque protette per almeno tre mesi e per un massimo di 12 mesi ed è altresì previsto che le posizioni debitorie del depositante nei confronti dell'ente creditizio siano prese in considerazione nel calcolo dell'importo rimborsabile, se esigibili alla data in cui il deposito viene dichiarato "indisponibile", nella misura in cui la compensazione è possibile a norma delle disposizioni di legge o contrattuali che disciplinano il contratto tra l'ente creditizio ed il depositante.

52 Alla data di scrittura di questo documento, l'iter normativo è ancora in fase iniziale ed è quindi soggetto a future modifiche. Si veda la proposta della Commissione Europea 2015/0270 http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015PC0586&from=EN ed il memo 15-6153 della Commissione Europea http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-15-6153_en.htm

Deposit Insurance Scheme"), per evitare che il livello di confidenza dei depositanti sia variabile in funzione del Paese in cui si trova una banca. L'obiettivo è quindi quello di eliminare la frammentazione all'interno dell'Unione Europea e rendere più debole il filo che lega le banche e gli Stati.

Il Fondo di Garanzia dei Depositi Unico Europeo, nell'intento della Commissione Europea, dovrebbe essere completato in tre fasi: una prima fase (Re-Insurance) partirebbe dal 2017 e dovrebbe durare sino a fine 2019 prevedendo l'intervento di EDIS solamente qualora il fondo nazionale abbia terminato le proprie risorse; una seconda fase (Co-Insurance), dal 2020 al 2023, in cui non sarebbe necessario che il fondo nazionale abbia terminato le proprie risorse prima dell'intervento di EDIS; ed una fase finale (Full-Insurance) dal 2024, in cui la protezione dei depositi sarebbe pienamente a capo di EDIS.

IL FONDO DI TUTELA DEI DEPOSITI IN ITALIA

In Italia l'adesione obbligatoria ad un Fondo di Tutela dei Depositi (FITD) è stata introdotta nel 1996, a seguito dell'attuazione della sopra citata prima Direttiva (94/19/CEE) sui sistemi di garanzia dei depositi. Tutte le banche aderiscono al FITD (condizione necessaria per l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria) ad accezione delle banche di credito cooperativo che aderiscono al fondo di garanzia dei depositanti del credito cooperativo (FGD).

La direttiva europea DGS è stata recepita nel nostro Paese dal Decreto Legislativo 15 febbraio 2016, n. 30. La Banca d'Italia è stata individuata come autorità competente all'esercizio di poteri di vigilanza nei confronti dei sistemi di garanzia dei depositanti. Oggetto di garanzia da parte del Fondo sono i crediti relativi ai fondi acquisiti dalle banche con obbligo di restituzione, in euro e in valuta, sotto forma di depositi o sotto altra forma, nonché gli assegni circolari e i titoli ad essi assimilabili.

I **fondi oggetto di tutela** rappresentano la parte della raccolta che rientra nell'ambito della garanzia del FITD; i **fondi rimborsabili** costituiscono la parte dei fondi oggetto di tutela che possono essere rimborsati (semplificando, la parte dei depositi sotto gli € 100.000).

Entro il 2024, il fondo di garanzia, se fosse congelata al 31/06/2015 la situazione dei depositi bancari, dovrà avere una capienza di almeno € 4,12 miliardi (0,8% dei depositi protetti). Al 31/12/2015 le disponibilità del fondo si attestavano ad € 205.972.064.

La dotazione del fondo deriva da contribuzioni ordinarie (avviate nel 2015) calcolate sulla base dell'ammontare dei depositi protetti, e del profilo di rischio, di ciascuna banca aderente al fondo alla data del 30 settembre di ogni anno. La normativa prevede anche una procedura di attivazione di contribuzioni straordinarie (da versare eventualmente in concomitanza con i versamenti ordinari) nonché uno schema di adesione volontaria.

La raccolta di fondi aggiuntivi in forma volontaria ha come finalità il finanziamento di interventi a favore di banche aderenti al fondo nei confronti delle quali siano state adottate misure di intervento precoce[53] o sia stato dichiarato lo stato di dissesto o di rischio di dissesto dalla Banca d'Italia.

In Tabella 2 alcuni dati forniti dallo stesso fondo di tutela.

NOTA

53 Ai sensi del TUB, Titolo IV, capo I, Sezione 01-I del D.Lgs. n. 385 del 1° settembre 1993, le misure di intervento precoce si possono sostanziare in:
   a. attuazione, anche parziale, al piano di risanamento adottato;
   b. definizione di un piano per negoziare la ristrutturazione del debito con tutti o alcuni creditori;
   c. modifica della propria forma societaria.

© AIAF-CFASI

Storico degli interventi messi in atto dal Fondo Interbancario Tutela Depositi

Storico interventi del FITD				
N.	Banca	Anno	Tipo di intervento	Ammontare in mln €
1	CASSA DI RISPARMIO DI PRATO	1988	INTERVENTO DI SOSTEGNO	413,2
2	BANCO DI TRICESIMO	1990	RIMBORSO DEI DEPOSITANTI	3,4
3	BANCA DI GIRGENTI	1991	CESSIONE ATTIVITA' e PASSIVITA'	37,2
4	BANCA DI CREDITO DI TRIESTE	1996	CESSIONE ATTIVITA' e PASSIVITA'	86,8
5	CREDITO COMMERCIALE TIRRENO	1997	CESSIONE ATTIVITA' e PASSIVITA'	51,4
6	SICILCASSA	1997	CESSIONE ATTIVITA' e PASSIVITA'	516,5
7	BANCA VALLE D'ITRIA E MAGNA GRECIA	2010	CESSIONE ATTIVITA' e PASSIVITA'	5,0
8	BANCO EMILIANO ROMAGNOLO	2011	INTERVENTO DI SOSTEGNO	16,0
9	BANCA MB	2011	CESSIONE ATTIVITA' e PASSIVITA'	40,0
10	BANCA NETWORK INVESTIMENTI	2012	RIMBORSO DEI DEPOSITANTI	73,9
11	CASSA DI RISPARMIO DI TERAMO - TERCAS	2014	INTERVENTO DI SOSTEGNO	265,0

Fonte: Fondo Interbancario Tutela Depositi

Tabella 2

Banche consorziate a FITD (relazione 2015 del fondo)

Evento	Banche
Banche consorziate al 31 dicembre 2014	**215**
Fusioni per incorporazione (-)	12
Recessi (-)	4
Nuove adesioni (+)	3
Liquidazioni volontarie (-)	0
Banche consorziate al 31 dicembre 2015	**202**
di cui in Amministrazione Straordinaria	4

Fonte: elaborazioni su dati FITD.

Tabella 3

Fondi oggetto di tutela e rimborsabili (relazione 2015 del fondo)

Data	Fondi oggetto di tutela	Fondi Rimborsabili
	Dati in miliardi di euro	
dic/05	525,67	390,25
giu/06	541,99	394,52
dic/06	566,25	401,49
giu/07	560,48	401,54
dic/07	574,33	402,32
giu/08	581,05	400,55
dic/08	615,51	422,90
giu/09	652,00	447,65
dic/09	694,64	468,03
giu/10	693,58	470,36
dic/10	691,99	469,99
giu/11	674,51	459,78
dic/11	669,74	468,27
giu/12	692,68	476,11
dic/12	724,82	490,50
giu/13	736,54	500,70
dic/13	742,81	504,07
giu/14	749,45	508,06
dic/14	761,80	513,56
giu/15	770,27	514,93

Fonte: elaborazioni su dati FITD.

Tabella 4

2.d MODALITA' DI COMUNICAZIONE AL PUBBLICO DI UNA SITUAZIONE DI CRISI DI UN ENTE

L'esperienza della gestione della crisi con provvedimenti di risoluzione nei confronti delle quattro piccole Banche Italiane a fine 2015 (Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio di Ferrara, CariChieti) ha fatto emergere interrogativi in merito ai tempi con cui devono essere rese pubbliche le situazioni di difficoltà di un istituto.

Il D.Lgs. 180 del 16 novembre 2015, con il quale la BRRD è stata recepita nell'ordinamento italiano, precisa i tempi e le modalità di comunicazione al pubblico delle decisioni che riguardano un Istituto in difficoltà ogni qualvolta l'autorità di risoluzione sia coinvolta: emerge l'intenzione di mantenere assoluto riserbo sulle informazioni fino al momento della divulgazione mediante Gazzetta Ufficiale allo scopo di non vanificare il fine dell'intervento di risoluzione, vale a dire la gestione controllata della crisi evitando impatti sistemici.
Il Decreto prevede che se l'Organo di Amministrazione o di controllo di una Banca ritiene che la stessa sia in una situazione di dissesto o a rischio dissesto[54] ne dà tempestiva informazione alla Banca d'Italia o alla BCE, a seconda ci chi sia nel caso specifico l'autorità competente, che ne accertano le condizioni. Come abbiamo visto nei paragrafi precedenti, lo stato di dissesto può essere accertato anche dalla Banca d'Italia autonomamente in qualità di Autorità di risoluzione.

L'art. 5 D.Lgs. 180/2015 recita quanto segue: "Tutte le notizie, le informazioni e i dati in possesso della Banca d'Italia in ragione della sua attività di risoluzione sono coperti da segreto d'ufficio anche nei confronti delle pubbliche amministrazioni, ad eccezione del Ministero dell'economia e delle finanze nell'esercizio delle

NOTA

54 Una banca è considerata in dissesto o a rischio di dissesto in una o più delle seguenti situazioni:

a. risultano irregolarità nell'amministrazione o violazioni di disposizioni legislative di gravità tale da giustificare la revoca di autorizzazione all'esercizio dell'attività;
b. risultano perdite patrimoniali di gravità tale da privare la banca dell'intero patrimonio o di un importo significativo dello stesso;
c. le sue attività sono inferiori alle passività;
d. non è in grado di pagare i propri debiti alla scadenza;
e. elementi oggettivi indicano che una o più delle situazioni indicate nelle lettere precedenti si verificheranno nel prossimo futuro;
f. è prevista l'erogazione di un sostegno finanziario pubblico straordinario a suo favore fatti salvi i casi in cui ciò sia consentito dalla normativa.

© AIAF-CFASI

funzioni previste dal presente decreto. Il segreto non può essere opposto all'autorità giudiziaria quando le informazioni richieste siano necessarie per le indagini o i procedimenti relativi a violazioni sanzionate penalmente".

L'avvio della risoluzione viene reso noto al pubblico mediante la pubblicazione del provvedimento nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana (oltre che ovviamente a tutti gli Organismi nazionali e sovranazionali interessati). Il provvedimento contiene anche le misure di risoluzione da adottare (in caso di *bail-in* sono indicati il suo ammontare e le categorie di passività escluse) nonché i tempi di decorrenza degli effetti del provvedimento.

L'art. 39 comma 5 prevede che i tempi con i quali le comunicazioni vengono effettuate siano coerenti con la necessità di non pregiudicare gli obiettivi della risoluzione (di ordinata gestione della crisi e di stabilità sistemica).

Nella fase che precede la delibera del provvedimento di risoluzione, l'art. 60, comma 1, nell'indicare i poteri generali di risoluzione della Banca d'Italia, stabilisce che (se non in contrasto esplicito con quanto diversamente previsto nel D.Lgs. stesso) la **Banca d'Italia non è tenuta** ad

a. ottenere il consenso da parte di qualsiasi soggetto pubblico o privato, inclusi azionisti o creditori dell'ente sottoposto a risoluzione;
b. **fornire comunicazioni, prima dell'esercizio di un potere di risoluzione inclusa la pubblicazione obbligatoria di eventuali avvisi o prospetti, ne' a depositare o registrare documenti presso altre autorità.**

In linea con l'approccio sopra descritto, quando la banca interessata da uno stato di difficoltà è una Società con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di un altro Stato Membro, l'art. 99, comma 5 introduce delle deroghe a quanto previsto dal TUF in tema di obblighi di comunicazione al pubblico[55], prevedendo che la comunicazioni al pubblico, in merito alla sussistenza dei presupposti per la risoluzione e conversione o per l'avvio della risoluzione nonché in merito al provvedimento che le dispone, sia effettuata contestualmente alla pubblicazione dell'eventuale ricorso al fondo di risoluzione[56] anche se la sussistenza di tali circostanze, ancorché non divulgata al pubblico, sia conosciuta dall'emittente o dai componenti dei suoi organi di amministrazione e controllo in data anteriore. La Consob può stabilire con proprio regolamento ulteriori ipotesi in cui detta comunicazione può essere rinviata.

Emerge quindi che **durante la fase di difficoltà della banca, quando sussistono i presupposti per la risoluzione o riduzione/conversione, Banca d'Italia non ha obblighi di comunicazione al pubblico prima dell'esercizio di un potere di risoluzione e non è tenuto a comunicazioni nemmeno lo stesso istituto in difficoltà, anche se quotato.**

APPENDICE

ESEMPI PRATICI DI APPLICAZIONE DELLA BRRD

IL CASO DELLE QUATTRO BANCHE ITALIANE – BANCA POPOLARE DELL'ETRURIA, BANCA MARCHE, CARICHIETI E CARIFERRARA

La recessione che è seguita alla drammatica crisi del 2008 ha inciso significativamente sulla qualità degli attivi delle banche italiane, divenuta il principale fattore di vulnerabilità del sistema. E ciò nonostante il sistema nel suo complesso abbia raccolto dalla fine del 2008 oltre €50 miliardi di nuovi mezzi propri, che ha raggiunto la cifra di circa €190 miliardi; in rapporto alle attività a rischio è cresciuto dal 7,1 al 12,3 per cento. A fine giugno 2015 i prestiti deteriorati ammontavano a €360 miliardi, pari al 18% del totale; all'interno di questo aggregato, le **"sofferenze" ammontavano a €210 miliardi (10,3% degli impieghi).** Nel 2008, prima della doppia recessione, l'incidenza dei crediti deteriorati era del 6%, quella delle sofferenze del 3,8%.

Il peggioramento del trend è stato contrastato con varie iniziative da parte della Vigilanza. Nel 2012-13 la Banca d'Italia aveva condotto ispezioni

NOTE

55 Art. 114 del TUF disciplina i flussi informativi aventi ad oggetto i cc.dd. "*fatti price sensitive*" contemplando un dovere di *disclosure* continuativo a carico degli emittenti quotati, e dei soggetti che li controllano, circa tali fatti, senza che sia quindi necessaria una specifica disposizione dell'Autorità di vigilanza in tal senso.

56 Prevista all'art. 32, comma 3.

sul livello di svalutazione dei crediti anomali (la cosiddetta campagna del *provisioning*); nel 2013-14 i prestiti delle banche sono stati analizzati in profondità attraverso la Asset Quality Review (AQR) condotta a livello europeo; più di recente, si stanno approvando misure legislative per velocizzare le procedure di recupero dei crediti e per rendere il trattamento fiscale delle perdite omogeneo a quello degli altri paesi europei. Ma il sistema si è dimostrato **vulnerabile per motivi in gran parte imputabili all'assetto di *governance***, che ha spesso impedito l'accesso al mercato dei capitali. Il legislatore ha cercato di contrastare questo problema attraverso alcune importanti riforme, in particolare quella delle principali banche popolari, al protocollo MEF-ACRI[57], che riduce il peso delle Fondazioni e al progetto di riforma delle banche di credito cooperativo.

Nonostante questi interventi alcuni intermediari erano stati comunque destinatari di provvedimenti straordinari, determinati fondamentalmente da gravi carenze negli assetti di governo e nella qualità degli organi di amministrazione e controllo. E' evidente però che il framework di controllo, da solo, non poteva scongiurare il rischio che un prolungato periodo di crisi economica e sociale potesse mettere a repentaglio la solidità di qualche istituto, ma solo ridurre ai minimi la probabilità che ciò accadesse.

Nel caso delle quattro banche italiane in esame (**Banca Popolare dell'Etruria, Banca Marche, Cassa di Risparmio di Chieti e Cassa di Risparmio di Ferrara**), l'interazione tra debolezze della governance, inefficienze nell'erogazione del credito e deterioramento della situazione economica ha costretto la Banca d'Italia ad avviare il processo di risoluzione in data 22 novembre 2015.

Prima di arrivare alla risoluzione, le autorità preposte avevano cercato di far fronte alle crescenti difficoltà con tutti gli strumenti disponibili. Gli esiti dell'attività di Vigilanza avevano prima determinato la richiesta di modifica dei controlli interni e la revisione delle procedure di erogazione del credito, ed infine un trattamento di bilancio delle sofferenze e delle perdite ancora più prudenziale. In alcuni casi era stata raccomandata la sostituzione degli organi di governo e, quando gli indici patrimoniali si erano deteriorati fino al punto da mettere in discussione il proseguimento dell'attività, erano stati chiesti piani di ricapitalizzazione oppure la fusione con altro intermediario al fine di rispettare i requisiti minimi di patrimonializzazione previsti dalle normative.

Nonostante i provvedimenti straordinari adottati, il commissariamento delle quattro banche fu inevitabile e fu decretato dopo aver accertato i presupposti di legge e in particolare coefficienti patrimoniali inferiori ai minimi, associati a gravi irregolarità amministrative. Il commissariamento ha ovviamente determinato la rimozione degli organi aziendali e la tempestiva richiesta all'Autorità Giudiziaria di avviare le attività di accertamento di eventuali profili penali a carico degli amministratori, che nel frattempo sono stati pesantemente sanzionati, nei limiti massimi consentiti dalle norme e in proporzione alle responsabilità accertate.

L'insediamento dei commissari e una nuova approfondita attività di audit fece emergere l'effettiva pessima qualità dell'attivo e certificò la presenza di gravi irregolarità operative, che costituivano condizione sufficiente ai fini dell'azione di responsabilità. La gestione commissariale, inoltre, cercò in tutti i modi di trovare una soluzione "di mercato", avviando colloqui con potenziali partner, nessuno dei quali però fu disponibile a farsi carico di un salvataggio che appariva fin da subito molto oneroso.

Quando fu conclamato che le quattro banche erano in condizioni tecniche tali da non poter essere salvate con gli strumenti fino ad allora adottati, il primo tentativo di trovare una soluzione fu fatto attraverso il cosiddetto "schema volontario" del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (FITD). L'intervento del Fondo avrebbe consentito, congiuntamente alle risorse fornite da altri istituti finanziari, di porre i presupposti per il superamento delle crisi senza alcun sacrificio per i creditori delle quattro banche. Ciò non fu possibile per la preclusione manifestata dalla Commissione Europea, che ritenne l'intervento del Fondo assimilabile ad aiuti di Stato e, come tali, proibiti dalle norme comunitarie.

La circostanza di non poter ricorrere al FITD "costrinse" il Parlamento a recepire, **attraverso i Decreti Legislativi n. 180 e 181 del**

NOTA

57 http://www.mef.gov.it/inevidenza/article_0112.html

© AIAF-CFASI

16/11/2015, i poteri introdotti dal nuovo quadro normativo europeo in materia di gestione delle crisi ed a fornire all'Unità di Risoluzione della Banca d'Italia lo strumento giuridico per studiare una soluzione che garantisse la continuità operativa delle quattro banche e ne salvaguardasse l'occupazione, ma anche i risparmi raccolti in forma di depositi, conti correnti e obbligazioni. Il tutto ovviamente senza sfruttare risorse pubbliche.

L'avvio della risoluzione ha evitato quindi il *bail-in* dei creditori, che sarebbe invece stato obbligatorio dal 1 gennaio 2016, oppure la prospettiva di una liquidazione "atomistica". Con il *bail-in*, le nuove norme avrebbero costretto a coinvolgere – oltre alle azioni e ai titoli subordinati – circa €12 miliardi di massa "non protetta" delle quattro banche, inclusi €2,4 miliardi di obbligazioni non subordinate. Con la liquidazione "atomistica", invece, non sarebbe stata assicurata la continuità delle funzioni essenziali delle quattro banche, ed alle circa 200.000 piccole imprese affidate si sarebbe dovuto chiedere il rientro immediato dei prestiti in essere, con danni ingenti per le economie locali. L'unica categoria tutelata sarebbe stata quella dei depositanti garantiti (fino a €100.000), sacrificando i crediti di un milione di risparmiatori e i posti di quasi seimila lavoratori, con una devastante distruzione di valore.

Le perdite delle quattro banche sono state coperte quindi ricorrendo al Fondo di Risoluzione finanziato dalle banche italiane, che per l'occasione hanno anticipato parte dei versamenti previsti e pianificati per gli anni successivi. Per la valorizzazione delle perdite la Commissione Europea ha preteso l'applicazione di una metodologia molto rigorosa e prudenziale, ipotizzando l'immediato realizzo sul mercato degli NPL coinvolti e non tenendo conto del valore delle garanzie e degli eventuali tempi di escussione delle stesse.

Prima dell'utilizzo delle risorse del Fondo di Risoluzione, la Direzione Generale della Concorrenza della Commissione Europea[58] ha preteso **l'azzeramento integrale delle azioni e delle obbligazioni subordinate** infliggendo perdite anche ad ignari risparmiatori che avevano in molti casi sottoscritto le obbligazioni subordinate senza una adeguata informazione, in qualche caso probabilmente dolosa, relativa ai rischi dello strumento. Le persone fisiche che avevano investito in obbligazioni subordinate sono circa 10.500, ovvero poco più dell'1% dei clienti delle 4 banche, per un controvalore di acquisto di circa €340 milioni. Poiché sono state emesse obbligazioni per circa €768 milioni, non è escluso che altri investitori abbiano acquistato questi titoli sul mercato secondario oltre ai clienti qui citati.

Lo schema di risoluzione delle quattro banche ha seguito fedelmente le indicazioni previste dalla Direttiva BRRD. Dopo l'azzeramento del valore delle azioni e delle obbligazioni subordinate sono state create quattro nuove banche (*good bank*), alle quali sono state trasferite tutte le attività e i crediti in *bonis* a fronte dei depositi, dei conti correnti e delle obbligazioni *senior* delle banche risolte. E' stato successivamente creato un unico veicolo societario (*bad bank*) ma senza licenza bancaria, nel quale sono stati fatti confluire tutti i crediti problematici delle banche originarie. La *bad bank* è stata integralmente capitalizzata dal Fondo di Risoluzione ed il suo compito principale è quello di gestire i *non performing loans* rilevati, massimizzandone le percentuali di recupero[59]. Il Fondo di Risoluzione, inoltre, ha capitalizzato le quattro nuove *good bank* (o banche ponte) dopo aver coperto le perdite eccedenti il valore degli strumenti di capitale emessi dalle banche "originarie", elevando il CET1 fino al 10% circa.

L'obiettivo del Fondo di Risoluzione è quello di normalizzare l'attività delle nuove banche che, riportate sul mercato con i bilanci puliti e con adeguate risorse patrimoniali hanno ricominciato a fare credito sui territori di riferimento. Nel giro di pochi mesi le stesse dovranno poi essere vendute o ricollocate sul mercato per ricostituire le risorse del Fondo che sono state fornite principalmente dal sistema bancario italiano, per un totale di circa €3,6 miliardi. Nel dettaglio, la copertura delle perdite residue è costata circa €1,7 miliardi, la patrimonializzazione delle good bank circa €1,8 miliardi e quella della bad bank circa €140 milioni. Queste somme sono state anticipate da primari gruppi bancari italiani, attraverso un finanziamento a tassi di mercato con durata massima 18 mesi, concesso al Fondo nei giorni successivi al decreto legislativo e già rimborsato

NOTE

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

59 Cfr. Appendice nr.1.

per circa €2,3 miliardi grazie ai contributi ordinari e straordinari[60] che le banche hanno versato al Fondo di Risoluzione[61].
I restanti €1,3 miliardi dovranno essere restituiti al Fondo attraverso il ricavato della vendita della quattro *good bank* e della liquidazione del veicolo *bad bank*. Nel caso in cui il saldo finale non fosse sufficiente, il Fondo di Risoluzione potrà richiedere ulteriori contributi alle banche, ai sensi del Decreto Legislativo n. 183 del 2015. In ultima analisi, qualora tutto quanto descritto in precedenza non fosse capiente, si potrà riscuotere una controgaranzia fornita da Cassa Depositi e Prestiti.

Quadro contabile relativo alle risoluzioni di Banca Popolare dell'Etruria, Banca Marche, Cassa di Risparmio di Chieti e Cassa di Risparmio di Ferrara

Totale delle banche-ponte

(importi arrotondati in miliardi di euro)

Attivo		Passivo	
Prestiti, investimenti, altre attività *(nessun prestito "in sofferenza")*	24,5	27,8	Depositi, conti correnti, obbligazioni e altre forme di raccolta
Crediti verso la "banca cattiva" *(garantiti dal Fondo di Risoluzione)*	1,5	1,8	Capitale *(sottoscritto dal Fondo di Risoluzione)*
Cassa	3,6		
Totale	**29,6**	**29,6**	**Totale**

Nota: dati basati sulle situazioni contabili delle banche a fine settembre 2015 e sulle valutazioni provvisorie dell'Autorità di Risoluzione.

Appendice

NOTE

60 La BRRD prevede la costituzione dei Fondi di Risoluzione Nazionali in dieci rate annuali e il successivo conferimento delle risorse al Fondo di Risoluzione Europeo. Per finanziare l'intervento sulle quattro banche è stato chiesto di pagare la rata corrente e di anticipare la nona e la decima rata, di fatto accelerando il *funding* del Fondo da dieci ad otto anni.

61 **Banca d'Italia - Interventi e richiamo delle contribuzioni**. Con Provvedimento del 18 novembre 2015, la Banca d'Italia ha istituito il Fondo Nazionale di Risoluzione (il "Fondo") di cui all'art. 78 del D.Lgs. 16 novembre 2015, n. 180.
Con successivo Provvedimento del 20 novembre 2015, la stessa ha disposto, ai sensi dell'articolo 82 del D.Lgs. 16 novembre 2015, n. 180, il versamento dei contributi ordinari da parte degli intermediari per l'anno 2015, per un importo complessivo pari a €588 milioni. Tenuto conto della necessità di dotare il Fondo di risorse ulteriori rispetto a quelle raccolte a titolo di contribuzione ordinaria per il 2015, al fine di consentire la realizzazione di interventi di sostegno da parte del medesimo nel quadro dei Programmi di risoluzione delle crisi di Banca delle Marche Spa in amministrazione straordinaria, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio Scpa in amministrazione straordinaria, Cassa di Risparmio della provincia di Chieti Spa in amministrazione straordinaria e Cassa di Risparmio di Ferrara Spa in amministrazione straordinaria, in data 23 novembre 2015 la Banca d'Italia ha provveduto altresì al richiamo dei contributi straordinari per l'anno 2015, ai sensi dell'articolo 83 del citato D.Lgs. n. 180/2015, in misura corrispondente al triplo della contribuzione ordinaria, per un importo complessivo pari ad €1.764 milioni.

© AIAF-CFASI

Quadro contabile relativo alle risoluzioni di Banca Popolare dell'Etruria, Banca Marche, Cassa di Risparmio di Chieti e Cassa di Risparmio di Ferrara

Nuova Banca delle Marche

(importi arrotondati in miliardi di euro)

Attivo		Passivo	
Prestiti, investimenti, altre attività *(nessun prestito "in sofferenza")*	12,4	14,3	Depositi, conti correnti, obbligazioni e altre forme di raccolta
Crediti verso la "banca cattiva" *(garantiti dal Fondo di Risoluzione)*	0,9	1,0	Capitale *(sottoscritto dal Fondo di Risoluzione)*
Cassa	2,0		
Totale	**15,3**	**15,3**	**Totale**

Nota: dati basati sulla situazione contabile della banca a fine settembre 2015 e sulle valutazioni provvisorie dell'Autorità di Risoluzione.

Nuova Banca dell'Etruria e del Lazio

(importi arrotondati in miliardi di euro)

Attivo		Passivo	
Prestiti, investimenti, altre attività *(nessun prestito "in sofferenza")*	6,1	6,7	Depositi, conti correnti, obbligazioni e altre forme di raccolta
Crediti verso la "banca cattiva" *(garantiti dal Fondo di Risoluzione)*	0,3	0,4	Capitale *(sottoscritto dal Fondo di Risoluzione)*
Cassa	0,7		
Totale	**7,1**	**7,1**	**Totale**

Nota: dati basati sulla situazione contabile della banca a fine settembre 2015 e sulle valutazioni provvisorie dell'Autorità di Risoluzione.

Nuova Cassa di Risparmio di Chieti

(importi arrotondati in miliardi di euro)

Attivo		Passivo	
Prestiti, investimenti, altre attività *(nessun prestito "in sofferenza")*	3,1	3,3	Depositi, conti correnti, obbligazioni e altre forme di raccolta
Crediti verso la "banca cattiva" *(garantiti dal Fondo di Risoluzione)*	0,1	0,1	Capitale *(sottoscritto dal Fondo di Risoluzione)*
Cassa	0,2		
Totale	**3,4**	**3,4**	**Totale**

Nota: dati basati sulla situazione contabile della banca a fine settembre 2015 e sulle valutazioni provvisorie dell'Autorità di Risoluzione.

Quadro contabile relativo alle risoluzioni di Banca Popolare dell'Etruria, Banca Marche, Cassa di Risparmio di Chieti e Cassa di Risparmio di Ferrara

Nuova Cassa di Risparmio di Ferrara

(importi arrotondati in miliardi di euro)

Attivo		Passivo	
Prestiti, investimenti, altre attività *(nessun prestito "in sofferenza")*	2,9	3,5	Depositi, conti correnti, obbligazioni e altre forme di raccolta
Crediti verso la "banca cattiva" *(garantiti dal Fondo di Risoluzione)*	0,2	0,2	Capitale *(sottoscritto dal Fondo di Risoluzione)*
Cassa	0,6		
Totale	**3,7**	**3,7**	**Totale**

Nota: dati basati sulla situazione contabile della banca a fine settembre 2015 e sulle valutazioni provvisorie dell'Autorità di Risoluzione.

"Banca cattiva" unica per le quattro

(importi arrotondati in miliardi di euro)

Attivo		Passivo	
Prestiti "in sofferenza"	1,5	1,5	Debiti verso le banche-ponte
Cassa	0,1	0,1	Capitale *(sottoscritto dal Fondo di Risoluzione)*
Totale	**1,6**	**1,6**	**Totale**

Nota: dati basati sulle situazioni contabili delle banche a fine settembre 2015 e sulle valutazioni provvisorie dell'Autorità di Risoluzione.

Appendice

Fonti e Riferimenti

(oltre alle fonti normative citate nel testo)

- European Commission - Press release_20151231
- Single Resolution Mechanism to come into effect for the Banking Union
- Consiglio dell'Unione Europea: http://www.consilium.europa.eu/it/policies/banking-union/single-resolution-mechanism/
- European commission Memo, April 15 2014 – A Single Resolution Mechanism for the Banking Union (Q&A)
- 1 – Financial Stability Board – 18 marzo 2016, "second thematic review on resolution regimes" - http://www.fsb.org/wp-content/uploads/Second-peer-review-report-on-resolution-regimes.pdf

© AIAF-CFASI

CAPITOLO 3

IL BAIL-IN E IL SISTEMA BANCARIO ITALIANO: GLI IMPATTI DELLA NORMATIVA SUL FUNDING E SULLE VALUTAZIONI DELLE AGENZIE DI RATING

INTRODUZIONE

In questo capitolo cerchiamo di individuare, esplicitare ed evidenziare alcuni effetti del recepimento della direttiva BRRD sul sistema bancario italiano. Oltre a focalizzarci su come l'introduzione del regime di risoluzione basato sul principio del "bail-in" stia impattando sull'evoluzione della struttura delle fonti di finanziamento degli intermediari, il capitolo esamina nel paragrafo 3 come l'introduzione della BRRD abbia modificato la metodologia utilizzata da Standard&Poor's e Moody's per l'assegnazione dei rating bancari, inclusi, ovviamente, i rating alle banche domestiche. Tra il 2015 ed il 2016 le agenzie hanno infatti aggiornato la propria metodologia sui rating bancari per tenere conto dei radicali cambiamenti che hanno interessato e continuano ad interessare la regolamentazione del settore finanziario. Sempre nell'ultimo paragrafo vengono evidenziate le considerazioni espresse dalle agenzie in merito all'introduzione del decreto legge approvato a fine dicembre dal governo italiano, propedeutico a interventi sulla liquidità e sul patrimonio delle banche.

L'entrata in vigore delle norme di recepimento della direttiva, limitatamente al *bail-in*, è arrivata in un momento critico per il sistema bancario italiano: superata la fase acuta della crisi del debito sovrano, nella seconda parte del 2015 sono emerse ulteriori problematiche che hanno riportato l'attenzione sulla solidità del sistema. Il nuovo quadro normativo è stato frequentemente additato, anche da fonti autorevoli, come fattore responsabile o almeno aggravante della percezione di maggiore rischio per gli istituti nazionali, concretizzatasi con effetti negativi sui loro titoli azionari e obbligazionari. **Addebitare alla direttiva BRRD la crisi attuale ci sembra eccessivo, ma riteniamo che essa stia contribuendo ad una crescente difficoltà per gli istituti ad emettere strumenti di debito tradizionali a medio e lungo termine a costi sostenibili.**

La nostra analisi evidenzia come sia in atto da tempo un trend di cambiamento nel mix delle fonti di finanziamento delle banche italiane, tuttora in corso, che vede un forte calo della quota obbligazionaria, causato da fattori che precedono l'emersione del tema del *bail-in*, quali ad esempio il calo della domanda *retail*, il maggior prelievo fiscale, la necessità per gli intermediari di preservare i margini[62]. La nuova normativa rischia di consolidare e rafforzare questa tendenza anche per i prossimi anni, perché ai fattori sopra citati e tuttora attuali si aggiungono le novità del *bail-in*: pesa **in particolare la penalizzazione dello status degli obbligazionisti, specialmente quelli *senior*, nel regime di risoluzione**, e l'approccio restrittivo da parte della vigilanza sul collocamento del debito bancario nei portafogli dei clienti.

Possiamo, quindi, ipotizzare un'ulteriore e importante contrazione sia degli stock obbligazionari sia del loro contributo al *funding mix*; per quantificarla utilizziamo due metodologie distinte, una sintetica basata sull'analisi delle dinamiche aggregate del sistema degli ultimi anni, ed una analitica che incorpora i dati delle emissioni delle singole banche e l'interazione fra novità normative e canali distributivi, ottenendo risultati comparabili. Il secondo approccio ci porta inoltre ad evidenziare che **la riduzione di raccolta in termini assoluti sarebbe più rilevante per gli istituti maggiormente esposti alle obbligazioni, e in seno alla raccolta obbligazionaria maggiormente esposti agli investitori *retail;* semplificando, la raccolta a medio-lungo termine viene disincentivata rispetto a quella a vista.**

Dato che le recenti crisi ci ricordano, invece, come la stabilità della raccolta a medio-lungo e in special modo di quella *retail* siano state importanti difese per la stabilità del sistema bancario italiano, crediamo **si imponga una riflessione sulle implicazioni del recepimento della direttiva, nella sua forma corrente, per la stabilità del sistema nel medio periodo. Su questo tema, nell'ultimo paragrafo, proponiamo uno spunto al legislatore che guarda alle soluzioni, a nostro avviso più efficienti, adottate in alcuni Paesi a noi vicini.**

NOTA

62 Preferendo fonti meno costose ma meno stabili in periodi critici (come ad esempio alcuni depositi o i rifinanziamenti presso la banca centrale).

3.a L'IMPATTO DEL RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA SULLE CARATTERISTICHE DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO E SUL LORO MERCATO

3.a.1 Le modifiche alla gerarchia fra creditori e la penalizzazione del debito *senior*

La disciplina di recepimento della direttiva ha previsto, in caso di applicazione del *bail-in*, una modifica alla gerarchia fra i creditori della banca, che distingue in base alle caratteristiche "soggettive" del creditore. Sul punto, si veda anche il Capitolo 1 ed il Capitolo 2 per una disamina su quanto previsto dalla BRRD e su come la stessa è stata recepita in Italia rispettivamente. Qui sintetizziamo gli aspetti che vanno a modificare la posizione relativa delle diverse tipologie di creditori rispetto al regime precedente:

- **l'esclusione di molte tipologie di passività dal *bail-in*** (art. 49, D.Lgs. 180/2015), con una lista che include soggetti tradizionalmente privilegiati fra i quali dipendenti, fisco, sistemi di pagamento, ma anche fornitori, debiti a breve termine verso banche, debiti fiduciari, contratti derivati, e che lascia alla discrezione dell'autorità di risoluzione l'ampliamento della lista stessa[63]. Nei fatti, restano assoggettabili a bail-in queste macro-categorie di crediti: depositi, obbligazioni non garantite e crediti risultanti da contratti derivati[64].
- la **modifica della gerarchia fra alcune tipologie di creditori chirografari** (depositanti ed obbligazionisti *senior*)[65] che nel regime di liquidazione ordinario parteciperebbero in egual misura alle perdite derivanti dalla liquidazione della banca; l'intervento massimizza la protezione dei depositanti, anche oltre la quota di 100.000 euro, a scapito degli obbligazionisti *senior* secondo la regola della *depositor preference e depositor preference* estesa.

E' quindi ragionevole **attendersi che dopo l'introduzione della BRRD gli investitori valutino il debito *senior* delle banche come maggiormente rischioso**, richiedendo rendimenti più elevati, perché in una situazione di *bail-in*:

1. le obbligazioni *senior* vengono intaccate prima degli altri creditori chirografari;
2. l'ammontare della perdita che verrebbe assorbita dalle obbligazioni *senior* è più elevata rispetto alla procedura di liquidazione ordinaria, in quanto diverse categorie di creditori sono escluse dal *bail-in* (o vengono intaccate solo successivamente, in primis i depositi);
3. l'autorità di risoluzione ha ampi poteri discrezionali sulle misure da applicare alle passività intaccate, con implicazioni difficilmente prevedibili o quantificabili, e una notevole incertezza risultante[66].

NOTE

63 Per ulteriori dettagli sulle nuove modalità previste per gestire le crisi bancarie si può consultare un documento sul sito della Banca d'Italia "Che cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie" 8 luglio 2015 (https://www.bancaditalia.it/media/notizia/che-cosa-cambia-nella-gestione-delle-crisi-bancarie).

64 Teoricamente sono soggetti a *bail-in* anche i contratti derivati ma solo al momento del *close-out*. Per i contratti derivati conclusi con controparti bancarie o finanziarie, specialmente se di tipo *exchange-traded*, è prassi ormai consolidata prevedere l'obbligo di marginazione, implicando che l'esposizione netta complessiva anche includendo i derivati OTC sia generalmente trascurabile. Per i contratti derivati conclusi con controparti non finanziarie la marginazione è invece non comune ma la previsione normativa che eventuali esposizioni siano soggette a *bail-in* solo al momento del *close-out*, o successivamente, ha l'effetto similmente di ridurre l'ammontare dell'esposizione netta. E' quindi opinione di chi scrive che questa inclusione sia generalmente di impatto limitato, di conseguenza per semplicità li tralasciamo nel prosieguo.

65 D.Lgs. 181/15 art. 1 comma 33.

66 Si veda inoltre, su questo tema, anche il paragrafo del Capitolo 2 "Modalità di comunicazione al pubblico di una situazione di crisi di un ente", in cui si spiega come possa mancare totalmente l'informativa al mercato sull'emergere di una situazione di crisi, e sulle misure – anche eccezionali – adottate dall'Autorità di risoluzione. L'investitore quindi si troverebbe di fronte a misure eccezionali e potenzialmente penalizzanti a cose fatte, senza aver potuto effettuare valutazioni e decisioni sulla base di nuove informazioni.

© AIAF-CFASI

3.a.2 Le linee guida della vigilanza

Le autorità di vigilanza, a seguito dell'introduzione delle regole derivanti dal recepimento della BRRD e, con riferimento all'Italia, della risonanza mediatica della risoluzione delle quattro banche a novembre 2015 con il coinvolgimento degli obbligazionisti subordinati, hanno emanato provvedimenti con una duplice portata: da un lato disincentivare o sconsigliare il collocamento di strumenti finanziari che possano essere coinvolti in una procedura di *bail-in* alla clientela al dettaglio (*retail*), dall'altro rafforzare, ampliare ed innovare gli obblighi informativi a carico degli emittenti per l'emissione, il collocamento e la negoziazione di proprie passività potenzialmente soggette al *bail.*

I provvedimenti rilevanti sono quelli emanati da ESMA (European Securities and Markets Authority), l'Autority Europea di Vigilanza sui Mercati, alle cui linee guida si devono attenere le Autorità Nazionali, e da CONSOB.

ESMA, nel novembre 2015[67], individua i prodotti complessi[68], indica fra questi tutte le obbligazioni bancarie, incluse quelle garantite e quelle *senior* non garantite in quanto assoggettabili a *bail-in* e, ai fini della nuova disciplina dell'*execution only,* per tutti i prodotti complessi richiede verifiche rafforzate su appropriatezza e adeguatezza.

CONSOB, con la Comunicazione del dicembre 2014[69] in materia di distribuzione di prodotti finanziari complessi presso la clientela al dettaglio, sconsiglia esplicitamente gli intermediari dal suggerire e collocare prodotti complessi in via diretta ai suddetti investitori. CONSOB precisa che, nell'ambito di servizi di gestione individuale o collettiva, in forza delle competenze dei professionisti che prestano il servizio, i medesimi strumenti complessi possono essere oggetto d'investimento per conto e nell'interesse dei clienti.

Con avviso dell'aprile 2016 CONSOB[70] comunica di conformarsi ai nuovi orientamenti ESMA del 2015 in materia di strumenti complessi e di volerli introdurre dal gennaio 2018 nel nostro ordinamento nell'ambito delle disposizioni previste dalla Direttiva 2014/765/Ue (Mifid II) in tema di informativa e reporting agli investitori. Ne consegue che, dal gennaio 2018, gli intermediari soggetti a vigilanza dovranno assicurare la valutazione dell'appropriatezza per il cliente anche in caso di operazioni ad iniziativa del cliente stesso disposte in regime *execution only*, per tutte le obbligazioni bancarie assoggettabili a *bail-in* in quanto prodotti complessi.

Le disposizioni delle autorità di vigilanza rendono più difficile e più oneroso, quando non lo sconsigliano espressamente, il collocamento e anche l'utilizzo di obbligazioni bancarie nei portafogli dei clienti di intermediari finanziari (non solo banche), specialmente per la clientela al dettaglio.

3.b L'IMPATTO DELLA NUOVA NORMATIVA SULLE BANCHE ITALIANE: LA STRUTTURA DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO E IL COSTO DI FINANZIAMENTO

3.b.1 La struttura delle fonti di finanziamento delle banche italiane

Cerchiamo di valutare l'impatto della normativa BRRD sulla struttura delle fonti di finanziamento delle banche italiane. Per farlo, analizziamo come tale struttura si sia evoluta negli anni recenti, prima dell'introduzione della normativa e nel periodo parallelo al

NOTE

67 ESMA 26.11.2015, "*Guidelines on complex debt instruments and structured deposits*", https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1783_-_final_report_on_complex_debt_instruments_and_structured_deposits.pdf

68 I prodotti complessi secondo ESMA sono i seguenti:

1. le obbligazioni, le altre forme di debito cartolarizzato e gli strumenti del mercato monetario (definiti anche "strumenti di debito") che incorporano una struttura tale da rendere difficile per il cliente la comprensione del rischio connesso (comprese tutte le obbligazioni bancarie incluse quelle garantite e quelle *senior unsecured* in quanto potenzialmente soggette a *bail-in*);
2. gli strumenti di debito che incorporano uno strumento derivato;
3. i depositi strutturati che incorporano una struttura tale da rendere difficile per il cliente comprendere il costo associato all'uscita dal prodotto prima della scadenza.

69 Comunicazione N. 0097996 del 22.12.2014 - http://www.consob.it/main/documenti/bollettino2014/c0097996.htm

70 CONSOB avviso del 12.04.2016, http://www.consob.it/documents/46180/46181/c0032422.pdf/957c28dd-c849-4f00-ba7b-b586428ed1a8

suo recepimento. Ci focalizziamo sulla componente obbligazionaria della raccolta, quella che viene maggiormente impattata dal nuovo regime del *bail-in*. Successivamente, nel Paragrafo 3.b.2 analizziamo la scomposizione corrente della raccolta obbligazionaria dei maggiori gruppi bancari del Paese.

Sarà utile definire alcuni termini che utilizzeremo nell'analisi. Le banche operano attività di "raccolta" del risparmio, finanziandosi attraverso diversi canali e strumenti, che figurano quindi nel loro passivo; parallelamente investono, acquisendo attività finanziarie o concedendo crediti che figurano nel loro attivo e che vengono chiamati "impieghi". Quando parliamo di "raccolta" bancaria, facciamo riferimento al passivo degli intermediari, visto come consistenza aggregata o stock; in questo senso useremo in modo fungibile i termini "raccolta", "stock di passività", "consistenza delle passività". Quando parliamo di "composizione" della raccolta bancaria, ci riferiamo al mix delle diverse passività o tipologie di strumenti emessi per finanziarsi, come ad esempio depositi, obbligazioni, finanziamenti BCE.

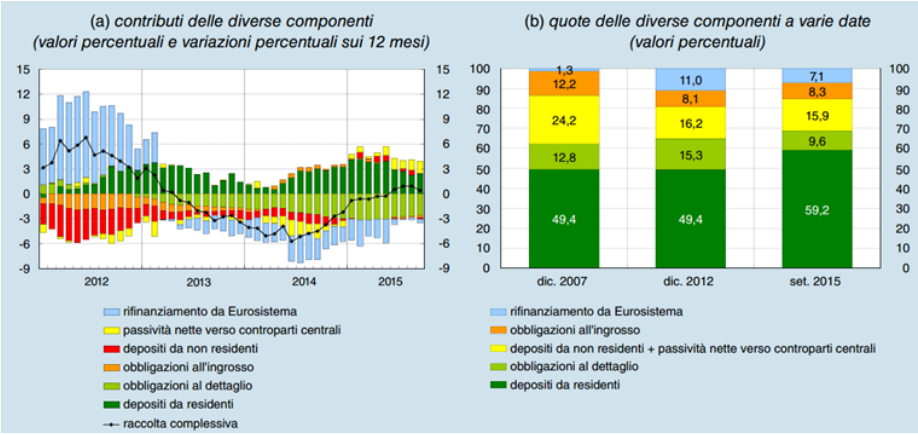
LA VARIAZIONE NEL MIX DELLE FONTI NEL PERIODO PRECEDENTE ALL'ENTRATA IN VIGORE DELLA DIRETTIVA

I dati Bankitalia di Figura 4 evidenziano variazioni significative nel mix delle fonti di finanziamento negli ultimi anni: possiamo distinguere due sotto-periodi principali: il periodo della crisi (2007-2012) e quello post-crisi (2012-2015).

Nel primo periodo (2007-2012), in cui è esplosa prima la crisi finanziaria e poi soprattutto, ai fini della nostra analisi, la fase acuta della crisi del debito sovrano EMU, si osserva il deflusso di depositi da non residenti (fuga dei capitali esteri) e il calo delle obbligazioni all'ingrosso (difficoltà a collocare obbligazioni istituzionali a tassi sostenibili), con la somma delle due componenti che passa congiuntamente dal 36,4% al 24,3% del totale (-12%); le banche compensano principalmente ricorrendo ai finanziamenti della BCE (+10%) e marginalmente sostituendo una parte di emissioni istituzionali con emissioni *retail* (+2,5 %) mentre i depositi dei residenti rimangono stabili al 50% circa.

Nella seconda fase (2012-2015) il fenomeno rilevante è l'incremento della quota dei depositi, passati dal 50% al 60% della raccolta; questo si accompagna ad una riduzione della quota delle obbligazioni al dettaglio (-6%) e ad una riduzione dei rifinanziamenti BCE (-4%); rimangono stabili all'8% e al 16% rispettivamente le quote delle obbligazioni istituzionali e dei depositi da non residenti.

Dati sulla raccolta bancaria - Bankitalia, RSF 2015-2

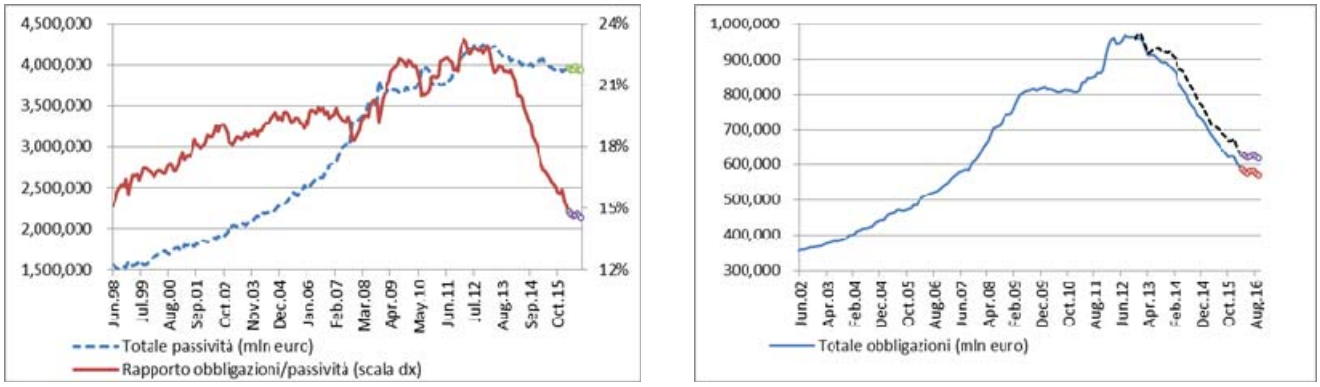


Fonte: Bankitalia, RSF 2015-2. Nel grafico a) la somma dei contributi è pari alla variazione percentuale sui 12 mesi della raccolta complessiva. Le variazioni percentuali delle singole componenti sono calcolate al netto degli effetti di riclassificazioni, variazioni del cambio, aggiustamenti di valore e altre variazioni non derivanti da transazioni. Non sono considerate le passività nei confronti di istituzioni finanziarie monetarie residenti. Le passività nette nei confronti di controparti centrali rappresentano la raccolta in pronti contro termine con non residenti effettuata per mezzo di tali controparti.

Figura 4

© AIAF-CFASI

Passività bancarie e quota obbligazionaria, dati in Mln di Euro



Fonte dati: Bankitalia, banca dati statistica, tavole MBA. Dati al valore nominale
Il grafico a sinistra mostra il valore totale delle passività degli intermediari residenti, e il rapporto fra le obbligazioni emesse e il totale del passivo. Il grafico di destra mostra il valore dello stock totale di obbligazioni emesse; la serie tratteggiata "Tot. obbligazioni a passivo costante post 11/2012" mostra l'evoluzione simulata di tale stock, rimuovendo l'effetto della contrazione delle passività totali dopo il 30.11.2012, data in cui il totale delle passività a livello di sistema tocca il suo massimo. In entrambi i grafici e in quelli seguenti, evidenziamo con un tratto diverso il periodo utilizzato per l'analisi, e l'aggiornamento di sette mesi fino a settembre 2016

Figura 5

LA DINAMICA DELLA RACCOLTA OBBLIGAZIONARIA

Analizziamo adesso più nel dettaglio le dinamiche recenti della componente obbligazionaria della raccolta bancaria, utilizzando le serie storiche della base dati statistica di Banca d'Italia sulla composizione del passivo degli intermediari residenti in Italia. Vogliamo identificare dei trend significativi nell'evoluzione della raccolta obbligazionaria nel periodo precedente all'introduzione della normativa su *bail-in* e nel periodo contemporaneo alla sua introduzione, per valutare se e come la normativa possa influenzare per il futuro le dinamiche in atto, rafforzandole o modificandole. Analizzeremo quindi dapprima i dati fino al febbraio 2016, traendone alcune considerazioni prospettiche, sulla cui ragionevolezza faremo una prima verifica utilizzando altri sette mesi di dati (medesima Fonte Banca d'Italia) fino a settembre 2016[71].

Il Grafico di sinistra in Figura 5 mostra l'espansione dei bilanci, misurata dal totale delle passività, che ha toccato un picco fine 2012, accompagnata da un incremento della quota finanziata attraverso l'emissione di obbligazioni; a questo periodo segue, a partire da dicembre 2012, una contrazione modesta del passivo totale, nell'ordine del -6,3% dal massimo, accompagnata da un crollo della quota obbligazionaria. La riduzione dello stock di obbligazioni, quantificabile in -€371 miliardi complessivi (quasi -40% dai massimi) o in €114 miliardi in media all'anno, è stata molto più forte della contrazione della raccolta totale: il contributo obbligazionario (grafico di sinistra) è tornato intorno ai valori del 1998 (15%) a fronte di stock obbligazionari sui valori del 2008 (grafico di destra).

In altre parole:

- **la riduzione dello stock di obbligazioni bancarie è spiegato solo in piccola parte dalla riduzione delle passività;**
- **la riduzione del contributo delle obbligazioni alla raccolta è quindi dovuta a fattori specifici;**
- **il fenomeno ha inizio a fine 2012-inizio 2013, subendo un'accelerazione a fine 2013, quindi precede la fase attuale di recepimento della BRRD.**

Il fenomeno ha una dimensione importante. Nel paragrafo successivo ne indaghiamo le cause,

NOTA

71 L'analisi è stata completata sui dati disponibili a febbraio 2016. L'estensione a settembre 2016 è quindi un aggiornamento, che va a validare le considerazioni fatte.

identificandone alcune e confermando come esse precedano l'introduzione della normativa sul *bail-in*. Notiamo però che, per le ragioni che abbiamo esposto nel paragrafo 1, questa renda le obbligazioni bancarie più rischiose per gli investitori, più costose e più difficilmente collocabili per gli emittenti; è quindi ragionevole attendersi che **l'interazione fra le cause preesistenti del fenomeno e la nuova normativa determini un rafforzamento - o almeno un proseguimento - del trend di riduzione anche nei prossimi anni, in cui il *bail-in* sarebbe quanto meno una concausa.** Calcoliamo quindi una "proiezione" per i prossimi tre anni di quanto potrebbe ulteriormente ridursi lo stock di obbligazioni esistenti, assumendo che la sua contrazione prosegua con il ritmo della contrazione osservata da dicembre 2012.
Dobbiamo però tenere conto che, come evidenziato in Figura 5, questa riduzione è avvenuta in un contesto in cui le passività complessive si sono contratte, quindi la riduzione è in parte (minoritaria) dovuta a questo fenomeno. In altre parole, anche se le obbligazioni fossero rimaste una quota costante delle passività complessive (in realtà si sono fortemente ridotte) in termini assoluti avrebbero comunque visto una contrazione; dobbiamo rimuovere questa distorsione. Per farlo, dapprima calcoliamo, e mostriamo nel grafico di destra in Figura 5, una stima dell'evoluzione dello stock di obbligazioni simulando che lo stock di passività complessive resti invariato a partire dal 30.11.2012 (data in cui il totale delle passività a livello di sistema tocca il suo massimo) fino al febbraio 2016. La riduzione dello stock obbligazionario "a passivo costante" stimata con questa metodologia scende da -€371 a -€339 miliardi totali (-34,77% dai massimi) e da -€114 a -€104 miliardi all'anno (valore peraltro vicinissimo a quello realizzato negli ultimi 12 mesi pari a €103,2 miliardi), equivalenti al -14,9% dello stock di €698 miliardi in essere a fine febbraio 2015. **Proiettando per i prossimi tre anni questo ritmo di contrazione (-14,9%) degli stock di obbligazioni, otteniamo una riduzione potenziale di €228 miliardi**; si tratta di una stima ottenuta considerando solo le dinamiche aggregate ma anticipiamo che una simulazione basata su dati analitici delle singole banche che mostriamo più avanti in Figura 11, con assunzioni legate agli effetti della nuova normativa, produce una stima molto simile.
Aggiornando l'analisi con i dati di Bankitalia fino a settembre 2016, ed analizzando gli ultimi sette mesi aggiuntivi, otteniamo due indicazioni. La prima è una conferma: **la riduzione dello stock di obbligazioni è proseguita ad un ritmo sostenuto,** scendendo di altri €26 miliardi in sette mesi (-4.3%), mentre le passività totali sono scese molto meno in proporzione, di 47 miliardi ossia circa il -1,2%, quindi **la quota del passivo finanziata con obbligazioni è scesa ancora, al 14,5%**. La seconda indicazione è che **il ritmo del calo della raccolta obbligazionaria sembra rallentare in questi ultimi mesi,** pur rimanendo importante (-4,4% in sette mesi oppure -7,4% su base annualizzata, rispetto al -15% annuo a passivo costante documentato dai massimi a febbraio 2016).

LA DINAMICA DELLE OBBLIGAZIONI AL DETTAGLIO E DI QUELLE ISTITUZIONALI

Oltre ai trend di raccolta obbligazionaria complessiva, per analizzare i potenziali impatti della normativa sul bail-in è importante evidenziare separatamente le dinamiche della raccolta retail e di quella istituzionale. Partiamo da quanto evidenzia Bankitalia nel primo "Rapporto sulla stabilità finanziaria" del 2016: la raccolta resta stabile in aggregato, e continua ad evidenziare un incremento dei depositi che prosegue il trend positivo cominciato nel 2012 e che compensa in larga parte il calo delle obbligazioni al dettaglio; le obbligazioni istituzionali calano in misura minore[72]. Lo stock di obbligazioni al dettaglio e all'ingrosso sono sostanzialmente equivalenti. A nostro avviso il deciso calo del mercato delle obbligazioni al dettaglio è legato più a dinamiche connesse al valore assoluto (sempre meno attraente) dei tassi offerti che a timori di insolvenze, almeno per il momento e per i gruppi bancari più grandi[73].

Se, come testimoniano i dati Bankitalia, dal 2012 le banche non hanno avuto difficoltà ad incrementare i depositi, a costi decrescenti e quindi presumibilmente inferiori rispetto a quelli delle obbligazioni, il minore

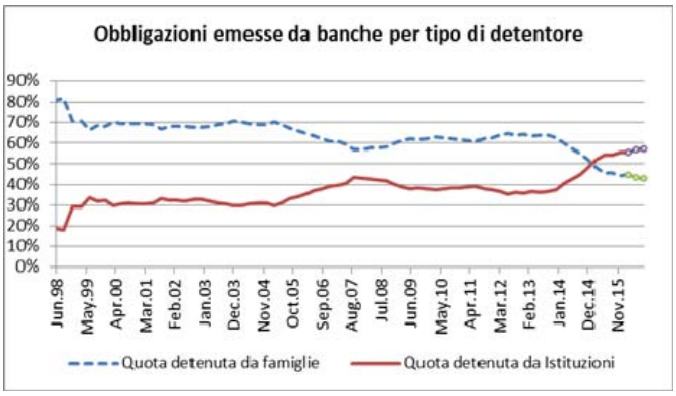
NOTE

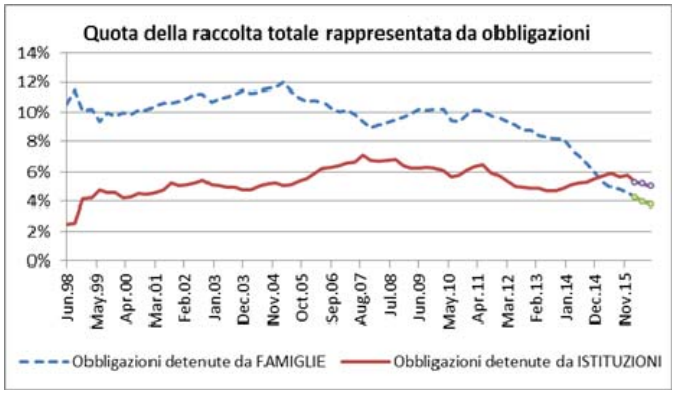
72 https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2016-1/RSF-1-2016.pdf

73 Contrariamente al mercato all'ingrosso dove il fattore reputazionale è importante e lo spread sostituisce il tasso come variabile di *pricing* rilevante.

© AIAF-CFASI

Quota della raccolta obbligazionaria per tipologia di detentore e raccolta obbligazionaria per tipologia di detentore sul totale della raccolta





Fonte dati: Bankitalia, banca dati statistica. Utilizziamo dati espressi a valori correnti. Il dato sulla quota detenuta da entità istituzionali è ottenuto sottraendo al totale obbligazioni emesse la quota detenuta dalle famiglie e la quota di emissioni trattenute in bilancio. Come per il grafico precedente, con tratto diverso i dati da marzo a ottobre 2016

Figura 6

ricorso alle emissioni *retail* sembra riconducibile a decisioni di gestione della struttura del passivo per ottimizzare il costo della raccolta; possiamo inoltre ipotizzare che parte della domanda di emissioni *retail*, in assenza di pressioni sul *funding*, sia stata dirottata su più remunerativi prodotti di risparmio gestito. Ad analoga conclusione giunge Standard&Poor's in uno studio recente[74] focalizzandosi sui dati del 2015, quando afferma che, nonostante una crescita stabile, ad un ritmo del 5% annuale, dei depositi derivanti da risparmio *retail,* la decisione di incanalare la maggior parte di questi fondi verso prodotti gestiti, e parallelamente di non rifinanziare le obbligazioni *retail* in scadenza, ha determinato un effetto netto di riduzione del *funding retail* complessivo.

Nei dati di Figura 6 si osserva comunque una riduzione delle emissioni nette anche sul mercato istituzionale[75], in un quadro generale di abbondante liquidità sul mercato monetario a costi ridotti per effetto della politica monetaria espansiva adottata dalla BCE.

Andiamo ora ad analizzare i trend nella raccolta obbligazionaria disaggregandola per classe di investitore: famiglie[76] e investitori istituzionali/imprese.

Il Grafico a sinistra della Figura 6 mostra come la quota della raccolta obbligazionaria detenuta dalle famiglie, che rappresentava oltre il 60% del totale fino al 2014, abbia visto da allora una brusca e significativa riduzione fino a valori attuali di circa il 40%, a favore della quota detenuta da detentori istituzionali (ossia fondi di investimento, fondi pensione, società non-finanziarie, banche, assicurazioni,

NOTE

74 *Standard&Poor's, "Economic recovery and government measures offer Italian banks opportunities, but no instant cure"*, 29 gennaio 2016.

75 Bankitalia, RSF2015-2 e RSF 2016-1. I rimborsi netti sul comparto delle obbligazioni non garantite sono stati in questo periodo comuni anche agli intermediari degli altri maggiori Paesi dell'area dell'euro.

76 Per questa scomposizione utilizziamo dati dalle tavole dei Conti Finanziari Bankitalia: i titoli emessi da IFM detenuti da famiglie e istituzioni non a scopo di lucro al servizio delle famiglie (attivo), e il totale dei titoli emessi da IFM (passivo), entrambi espressi al valore corrente. E' possibile relazionare questi dati con quelli della sezione "Moneta e Banche", espressi in valore nominale, utilizzando un fattore di aggiustamento pari al rapporto fra le serie sul totale obbligazioni emesse, presente in entrambe le tavole.

etc.) che è divenuta preponderante. La riduzione dell'importanza del canale *retail* che osserviamo a partire da inizio 2014 sembra precedere la fase attuale ed è notevole per la sua velocità.

Queste considerazioni guardano all'importanza dei due canali (*retail* e istituzionale) relativamente al totale delle emissioni obbligazionarie. Per capire come questi due canali siano variati di importanza per il finanziamento complessivo, possiamo rapportare gli stock detenuti al totale delle passività. Lo facciamo nel grafico sulla destra di Figura 6, che mostra **la quota della raccolta totale (tutto il passivo) rappresentata dalle obbligazioni bancarie detenute rispettivamente dalle famiglie e dai soggetti istituzionali**. Ne emerge un quadro interessante:

- entrambe le quote tendono a crescere fino alla fine del 2004, quando la quota delle obbligazioni detenute da famiglie finanziava il 12% del passivo;
- a partire dal 2005 la quota delle famiglie comincia a scendere; nonostante una parziale ripresa fra il 2008 e il 2011, la discesa accelera a partire dal 2014 e la porta correntemente sotto al 4% (3.8%), meno di un terzo del valore massimo raggiunto nel 2005 o di quello del giugno 1998; il calo nei primi nove mesi del 2016 è di oltre 35 miliardi;
- la quota degli istituzionali si mostra più stabile nel periodo, oscillando sostanzialmente fra il 4% e il 7% nel periodo. Cresce fino alla metà del 2007 (fino al 7.2%), per poi scendere gradualmente fino al 4.7% di fine 2013 quando, in controtendenza rispetto al calo della quota delle famiglie (che dal marzo 2015 supera per importanza), inverte il trend e risale quasi fino al 6% nel corso del 2015; nel 2016 torna però a calare fino al 5%, con una riduzione di quasi 31 miliardi nel periodo gennaio-settembre.

La quota della raccolta totale detenuta - in obbligazioni - da investitori istituzionali mostra quindi maggiore stabilità rispetto al calo marcato di quella detenuta dalle famiglie, anche se gli ultimi mesi da noi analizzati (fine 2015-settembre 2016) evidenziano un calo significativo anche in questa componente, un segnale negativo che non dovrebbe essere ignorato.

Sintetizziamo i fattori che a nostro avviso spiegano in larga parte la forte riduzione dello stock di obbligazioni bancarie osservato a partire dal 2012.

Guardando al lato della domanda, si possono suggerire due ragioni[77]:

1. la crisi economica che ha ridotto le disponibilità finanziarie;
2. **l'aumento della tassazione delle rendite finanziarie**, portata dal 12.5% al 20% a partire dal 1 gennaio 2012, e poi ulteriormente inasprita al 26% dal 1 luglio 2014 (quando si osserva un'accelerazione ulteriore del trend di riduzione), che ha reso meno interessanti i rendimenti offerti dalle obbligazioni bancarie rispetto a quelli sui titoli di Stato, su cui il prelievo è rimasto al 12.5%.

Guardando al lato dell'offerta, **possiamo identificare il trend positivo dei depositi e la liquidità a costo zero sul mercato monetario come le ragioni principali che hanno accompagnato la riduzione dello stock di obbligazioni, fornendo alternative di *funding* a costi tendenzialmente minori**. Si noti che la BCE, oltre alla riduzione dei tassi sulle operazioni di rifinanziamento ordinarie a cadenza settimanale, ha introdotto operazioni di rifinanziamento di durata pluriennale (LTRO con durata 3 anni nel 2011 e TLTRO nel 2014 con durata 4 anni) che sono andate a sostituire il *funding* a medio termine, che durante la fase acuta della crisi del debito sovrano era diventato proibitivo per gli istituti dei Paesi europei sotto pressione. Al momento attuale, post-crisi, i rendimenti richiesti per emettere obbligazioni non garantite da parte delle banche italiane presentano ancora un premio per il rischio che ne riduce la convenienza relativa come strumento di *funding*.

Da quanto sopra non sembra, quindi, di poter ricavare un legame diretto fra il recepimento del *bail-in* in Italia e la riduzione delle emissioni non garantite dato che:

1. il trend di riduzione precede l'implementazione del *bail-in*,
2. è largamente confinato al canale *retail* (famiglie),
3. i fattori determinanti nel cambiamento del mix di raccolta hanno cominciato a dispiegare i loro effetti prima delle turbolenze di fine 2015.

NOTA

77 Entrambe le ragioni sono importanti specialmente per la quota detenuta dalle famiglie, che infatti accusa il calo maggiore nel periodo considerato.

© AIAF-CFASI

L'impatto della BRRD ci sembra inizi ad incidere non prima di fine 2015 e rappresenti più che altro un elemento di rafforzamento di dinamiche già in atto; è vero che la BRRD era nota dal 2014 (ad investitori istituzionali) ma molti aspetti di implementazione sono emersi solo in seguito ed è stato necessario il verificarsi delle situazioni di risoluzione bancaria di fine 2015 perché il "pericolo *bail-in*" si materializzasse nella coscienza degli investitori e dei risparmiatori.

IPOTESI SUL TREND FUTURO DELLA STRUTTURA DEL FUNDING

Abbiamo stimato nel paragrafo precedente sulla base dei dati riportati in Figura 5, un trend di riduzione degli stock obbligazionari al ritmo di circa €100 miliardi l'anno, sulla base di quanto visto negli ultimi 3-4 anni. Proiettando questi dati in avanti, e assumendo che nel prossimo futuro il totale degli attivi bancari (e quindi dei passivi), a livello di sistema, termini di contrarsi, questo equivarrebbe ad una riduzione di circa il 15% all'anno degli stock obbligazionari. Quella stima prescindeva da considerazioni sull'impatto prospettico della nuova normativa sulla risoluzione delle crisi bancarie; nella prossima sezione deriveremo una stima alternativa che invece affronta tali considerazioni.

Per ipotizzare come le banche potrebbero colmare il gap richiamiamo i risultati di un'analisi di Standard&Poor's di gennaio 2016[78].

L'agenzia osserva che nel 2015, fino alle turbolenze esplose in autunno, per le banche italiane si era riaperto l'accesso al mercato del *funding* all'ingrosso non garantito (obbligazioni e interbancario), principalmente per effetto dell'elevato livello di liquidità nel sistema finanziario. Le banche italiane hanno comunque mantenuto un elevato livello di dipendenza dalle operazioni di rifinanziamento presso la BCE (oltre 150 miliardi a fine 2015), dato il costo estremamente ridotto di queste operazioni che permette di proteggere i margini di interesse nel contesto attuale di tassi di interesse in riduzione, e l'introduzione di operazioni di questo tipo con scadenza pluriennale; S&P si attende però che il livello di *funding* BCE venga mantenuto sui livelli attuali nel 2016 e non prevede un incremento significativo, considerato che molte banche hanno già utilizzato quasi tutta la quota di loro spettanza disponibile presso la BCE e che i volumi di nuovi prestiti saranno modesti; S&P stima, inoltre, che prosegua l'afflusso di risparmio da parte della clientela *retail.* Mettendo insieme le attese per una riduzione ulteriore del *funding* obbligazionario, per un *funding* BCE stabile e per un proseguimento dell'afflusso di risparmi, vedremo probabilmente un ulteriore incremento dei depositi nel mix di finanziamento nei prossimi mesi, sia in senso assoluto sia come peso relativo.

3.b.2 Struttura del finanziamento obbligazionario dei principali gruppi bancari italiani

Abbiamo mappato tutte le emissioni obbligazionarie presenti alla data del 30.04.2016 sul database di Bloomberg per dodici primari gruppi bancari nazionali; il campione, oltre 4.100 emissioni per un controvalore nominale di quasi 500 miliardi di euro, è estremamente rappresentativo del settore a livello nazionale, sommando al 31.12.2015 a quasi il 64% delle passività totali degli intermediari residenti, al 45% dei depositi, all'84% delle obbligazioni emesse[79]. Nove emittenti del campione su dodici sono attualmente quotati in borsa[80].

In Figura 7 e Figura 8 mostriamo i dati sulla consistenza delle emissioni obbligazionarie, al valore nominale in Euro, aggregati per banca e complessivamente. Disaggreghiamo, inoltre, per tipologia di investitore e per livello di *seniority* dell'emissione.

Per identificare la tipologia di investitore utilizziamo come criterio il taglio minimo delle emissioni. Il mercato delle emissioni al dettaglio è caratterizzato da lotti minimi investiti contenuti, in genere fra 1.000 e 10.000 euro.

Il mercato delle emissioni istituzionali utilizza per le emissioni collocate tagli da 100.000 euro o 200.000 euro, anche se in passato erano utilizzati anche tagli da 50.000 euro.

NOTE

78 *Standard&Poor's, "Economic recovery and government measures offer Italian banks opportunities, but no instant cure"*, 29 gennaio 2016.

79 Escludendo CDP dal totale. Il dato diventerebbe ancora più significativo se escludessimo anche le entità bancarie italiane controllate da gruppi esteri.

80 Alla data del 18.06.2016.

Raccolta obbligazionaria delle principali banche italiane – dati in Mld di Euro

Mld Euro	Intesa	UniCredit	UBI	Banco Popolare	Banca MPS	Mediobanca	B.P. di Milano	B.P. di Vicenza	BPER	Credito Emiliano	Iccrea Banca	Veneto Banca	Totale
GARANTITE	37.7	45.5	13.9	7.6	14.9	2.8	5.4		3.7	2.7			134.2
Covered	37.7	45.5	13.9	7.6	14.9	2.8	5.4		3.7	2.7			134.2
ISTITUZIONALI	78.3	56.8	6.7	6.6	10.7	9.3	2.4	6.0	0.5	0.2	1.8	2.6	181.9
Junior[81]	5.2	5.3		0.2	0.7		0.2		0.0			0.2	11.7
Subordinato	15.8	9.8	0.8	1.7	2.9	0.1	1.2	0.6	0.4	0.2	0.1	0.9	34.5
Senior	57.3	41.7	5.9	4.7	7.1	9.3	1.0	5.4	0.1	0.0	1.7	1.5	135.7
RETAIL	39.0	51.6	23.4	23.7	11.4	16.1	1.6	2.1	4.5	2.8	3.1	2.3	181.7
Junior		0.2			2.6								2.8
Subordinato	1.0	6.0	2.5	1.3		2.8		0.4	0.6	0.3	0.3	0.0	15.3
Senior	38.0	45.4	20.9	22.4	8.8	13.3	1.6	1.7	3.9	2.5	2.8	2.3	163.6
Totale	154.9	153.9	44.1	37.9	36.9	28.3	9.4	8.1	8.6	5.8	4.9	4.9	497.8

Figura 7

Classifichiamo quindi come "istituzionali" tutte le emissioni con taglio minimo pari ad almeno 50.000 euro (o un controvalore in euro corrispondente per le emissioni in valuta).

Questo approccio è utile nell'ottica di analizzare le problematiche e i trend futuri di rifinanziamento del debito, guardando al mercato di collocamento delle emissioni e non al detentore corrente dopo le negoziazioni sul secondario[82] [83].

NOTE

81 Le obbligazioni genericamente "subordinate", caratterizzate tutte da un grado di protezione inferiore rispetto a quelle *senior*, sono a loro volta classificabili in due macro categorie a protezione decrescente. La prima categoria, che qui definiamo "Subordinato", comprende titoli subordinati con una scadenza predefinita, e che, salvo il caso di bail-in o di fallimento, non vengono coinvolti nell'assorbimento di perdite dell'emittente. La seconda categoria, qui chiamata "Junior" secondo la convenzione di mercato, è rappresentata da strumenti cosiddetti "ibridi", ossia al confine fra obbligazioni e azioni: comprende titoli anche privi di scadenza definita, con protezione inferiore rispetto alla categoria precedente, che possono partecipare all'assorbimento delle perdite e per i quali l'emittente può avere facoltà discrezionale di sospendere il pagamento delle cedole.

82 La classificazione di Bankitalia nelle tavole dei Conti Finanziari, i cui dati abbiamo analizzato sopra, utilizza le caratteristiche del detentore corrente dei titoli (famiglie o istituzioni) per classificare i titoli stessi, piuttosto che le caratteristiche dei titoli all'emissione. Nel portafoglio titoli correntemente detenuti dalle famiglie è possibile che siano incluse anche emissioni originariamente destinate agli istituzionali, acquistate sul mercato secondario, e specularmente che investitori istituzionali possano acquistare emissioni *retail* sul secondario.

83 Le obbligazioni emesse "al dettaglio" vengono generalmente collocate attraverso le reti bancarie, che si auto-organizzano nel raccogliere gradualmente le adesioni della propria clientela per le proprie emissioni, avendo generalmente pre-definito le caratteristiche dell'emissione, in un periodo di offerta che può durare anche diversi giorni, o alternativamente raccogliendo le adesioni del pubblico attraverso un meccanismo centralizzato come quello del MOT. Per le obbligazioni istituzionali, gli emittenti si avvalgono invece di un consorzio di collocamento formato da alcune banche, che contattano gli investitori istituzionali e raccolgono manifestazioni di interesse, nell'arco anche di poche ore, giungendo sulla base della domanda riscontrata alla definizione delle caratteristiche di prezzo e rendimento dell'emissione.

© AIAF-CFASI

Raccolta obbligazionaria delle principali banche italiane al 30.04.16 – dati in % del totale

% del totale	Intesa	UniCredit	UBI	Banco Popolare	Banca MPS	Mediobanca	B.P. di Milano	B.P. di Vicenza	BPER	Credito Emiliano	Iccrea Banca	Veneto Banca	Totale
GARANTITE	24%	30%(19%)	32%	20%	40%	10%	57%	0%	42%	47%	0%	0%	24%
Covered	24%	30%(19%)	32%	20%	40%	10%	57%	0%	42%	47%	0%	0%	24%
ISTITUZIONALI	51%	37%(47%)	15%	17%	29%	33%	26%	74%	5%	4%	37%	53%	39%
Junior	3%	3%(5%)	0%	1%	2%	0%	2%	0%	0%	0%	0%	3%	3%
Subordinato	10%	6%(7%)	2%	4%	8%	0%	13%	7%	4%	4%	3%	19%	7%
Senior	37%	27%(35%)	13%	12%	19%	33%	11%	67%	1%	0%	34%	31%	29%
RETAIL	25%	34%(34%)	53%	63%	31%	57%	17%	26%	52%	49%	63%	47%	37%
Junior	0%	0%(0%)	0%	0%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%
Subordinato	1%	4%(5%)	6%	3%	0%	10%	0%	5%	7%	6%	6%	1%	3%
Senior	25%	30%(29%)	48%	59%	24%	47%	17%	21%	46%	43%	57%	46%	33%
Grand Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Figura 8

Guardando alla media del campione, le tre tipologie principali (obbligazioni garantite[84] tipicamente riservate agli Istituzionali, obbligazioni non garantite istituzionali e obbligazioni non garantite *retail*) sono abbastanza bilanciate come contributo, con le emissioni non garantite (c.d. *unsecured*) che sommano a oltre il 70% del totale, equamente divise fra il canale *retail* e istituzionale; ci sono però differenze anche significative tra le diverse banche. Per i due istituti con il passivo di maggiori dimensioni il gruppo prevalente dei tre è quello delle emissioni istituzionali non garantite, di ammontare in un caso doppio rispetto a quelle *retail*, e pari ad una quota corposa (fra il 37 e il 51%) della raccolta obbligazionaria complessiva, con le obbligazioni non garantite *retail* e obbligazioni garantite che rappresentano fra il 25% e il 34%; inoltre, se escludessimo la raccolta dalle significative controllate estere di uno dei due gruppi, fotografando quindi il *funding* riconducibile alle entità italiane e alla capogruppo, i valori si avvicinerebbero ulteriormente con un incremento della quota dei bond istituzionali non garantiti vicina al 50%[85]. Per i gruppi meno grandi, il canale istituzionale non garantito è in media su livelli inferiori (29%) mentre il canale *retail* ha un peso molto più importante pari in media al 46% con punte del 63%; per i gruppi medio-piccoli si nota, quindi, un minore ricorso alla raccolta istituzionale non garantita, compensato dal canale *retail* e da quello garantito, con quest'ultimo che in alcuni casi tocca quote molto elevate sopra il 40% o anche il 50% del totale. **Il canale *retail* e le obbligazioni garantite tendono quindi ad essere importanti, sia in senso assoluto sia relativo specialmente per gruppi di dimensioni medio-piccole.**

Con riferimento ai subordinati, notiamo che per un ammontare non trascurabile (oltre €18 miliardi) si tratta di emissioni con taglio *retail.* Solo due istituti presentano titoli junior con taglio *retail,* **ma titoli subordinati (non junior) con taglio *retail* sono presenti per quasi tutti i gruppi** e

NOTE

84 Due emittenti hanno un livello di *covered bond* significativamente inferiore. Questo non è dovuto a scelte discrezionali, ma è legato al particolare modello di business di questi due istituti, che in un caso vede una presenza in crescita ma marginale nel mercato dei mutui residenziali, nell'altro vede un modello federale che ne ha precluso finora l'emissione. Pensiamo inoltre che il loro utilizzo tenderà a salire significativamente per questi due istituti in futuro.

85 Riportiamo questi valori fra parentesi.

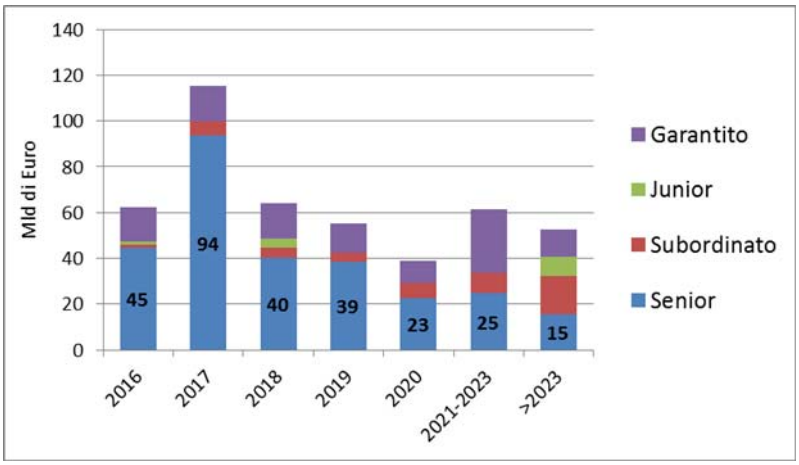
sommano a oltre €15,3 miliardi di nominale (pari al 3% della raccolta obbligazionaria totale).

Andiamo ora ad esaminare il profilo di scadenze degli stock obbligazionari per il campione di banche esaminato.

Lo facciamo in Figura 9 dove mostriamo l'ammontare (in valore nominale, miliardi di Euro) di obbligazioni in scadenza nei prossimi anni solari, divisi per tipologia.

Si nota come **la pressione di rifinanziamento si fa particolarmente pesante nel corso del 2017**, quando i titoli in scadenza sommano a oltre €115 miliardi, praticamente il doppio dei rimborsi per €60 miliardi in media nel corso del 2016, 2018 e 2020. La ragione sta nello stock di debito *senior*, che prevede scadenze nel 2017 per ben €94 miliardi.

Profilo per scadenze delle emissioni obbligazionarie delle principali banche italiane – dati in Mld Euro al 30/04/2016



Fonte dati: Bloomberg, obbligazioni emesse al 30/04/2016

Figura 9

3.b.3 Impatto del nuovo regime sul mix delle fonti di finanziamento

Sulla base dei dati fin qui riportati possiamo stimare quanto la normativa di recepimento della BRRD potrebbe incidere sul *funding* obbligazionario. Per stimare la quota di obbligazioni a rischio di non essere rinnovata nel prossimo futuro, osserviamo che:

a. **la pressione della vigilanza** limita la possibilità di vendita di strumenti soggetti al *bail-in* alla clientela *retail*, specialmente titoli subordinati, ma incluso anche il debito *senior*;

b. **il nuovo regime di subordinazione del debito *senior* obbligazionario** che, a far corso in Italia dal 2019, subordina il debito *senior* agli altri creditori chirografari e specialmente a tutti i depositi, lo rende meno appetibile per gli investitori e quindi più costoso per gli emittenti;

c. **gli emittenti preferiscono ottenere *funding* attraverso canali meno costosi rispetto al debito *senior***, al momento attuale, quali depositi e rifinanziamento ECB, in un contesto in cui i margini di interesse sono sotto pressione;

d. **il rating delle emissioni per alcune banche non raggiunge l'Investment Grade nemmeno sul debito *senior*,** limitando l'appetibilità dei titoli da parte di una larga parte degli investitori e degli operatori, inclusi quelli istituzionali[86].

In Figura 10 riportiamo i dati sulle emissioni obbligazionarie divise per classe di emissione (*retail* o istituzionale), *seniority*, rating, e scadenza. Suddividiamo i titoli fra quelli in scadenza entro i prossimi 3 anni e quelli con vita residua più lunga; questo poiché il regime di "*depositor preference*" entra pienamente in vigore dal 1 gennaio 2019, fra circa 3 anni, mentre i titoli in scadenza entro questo orizzonte godono di una protezione maggiore[87] rispetto a quelli con cui potrebbero essere rifinanziati.

NOTA

86 Questo è in parte ascrivibile alla nuova normativa e al suo recepimento; come spiegato in dettaglio nella sezione dedicata ai Rating, la nuova regolamentazione implica una ridotta probabilità di supporto governativo e una maggiore perdita attesa in caso di *bail-in* per le obbligazioni *senior*, quindi incide in modo negativo, *coeteris paribus*, sui loro *rating*.

87 Ossia in sede di *bail-in* sono aggredibili *pari passu* ai depositi non protetti dal fondo di garanzia.

© AIAF-CFASI

Raccolta obbligazionaria per classe di emissione, *seniority*, *rating*, scadenza in mld Euro
Dati al 30/04/2016

Mld Euro		Intesa	UniCredit	UBI	Banco Popolare	Banca MPS	Mediobanca	B.P. di Milano	B.P. di Vicenza	BPER	Credito Emiliano	Iccrea Banca	Veneto Banca	Totale
ISTITUZIONALE		**78.3**	**56.8**	**6.7**	**6.6**	**10.7**	**9.3**	**2.4**	**6.0**	**0.5**	**0.2**	**1.8**	**2.6**	**181.9**
Senior		**57.3**	**41.7**	**5.9**	**4.7**	**7.1**	**9.3**	**1.0**	**5.4**	**0.1**	**0.0**	**1.7**	**1.5**	**135.7**
IG														
	<1	18.7	11.9	3.7		4.0	2.4					0.0		40.7
	1-3	17.1	8.5	2.0			5.1				0.0	0.0		32.7
	>3 anni	21.5	21.4	0.1			1.8					0.2		45.0
HY														
	<1				0.5	0.1		0.5	1.6	0.0		0.7	0.5	4.0
	1-3			0.1	2.9	1.1		0.5	2.0			0.1	0.8	7.5
	>3 anni				1.3	1.9			1.8	0.1		0.6	0.2	5.9
Subordinato		**15.8**	**9.8**	**0.8**	**1.7**	**2.9**	**0.1**	**1.2**	**0.6**	**0.4**	**0.2**	**0.1**	**0.9**	**34.5**
IG														
	1-3		0.1											0.1
	>3 anni	7.0	0.1											7.1
HY														
	<1	0.0	1.0		0.7	0.3				0.3				2.2
	1-3	1.2	2.8	0.0		1.5	0.1	0.8	0.3	0.0			0.6	7.2
	>3 anni	7.5	5.9	0.8	1.0	1.1		0.5	0.3	0.0	0.2	0.1	0.3	17.8
Junior		**5.2**	**5.3**		**0.2**	**0.7**		**0.2**		**0.0**			**0.2**	**11.7**
HY														
	<1		0.9			0.7								1.6
	1-3	1.0	1.0					0.0						2.0
	>3 anni	4.2	3.3		0.2			0.2		0.0			0.2	8.1
RETAIL		**39.0**	**51.6**	**23.4**	**23.7**	**11.4**	**16.1**	**1.6**	**2.1**	**4.5**	**2.8**	**3.1**	**2.3**	**181.7**
Senior		**38.0**	**45.4**	**20.9**	**22.4**	**8.8**	**13.3**	**1.6**	**1.7**	**3.9**	**2.5**	**2.8**	**2.3**	**163.6**
IG														
	<1	11.4	14.6	9.3			2.7				0.4	0.5		38.9
	1-3	16.1	20.6	8.3			5.7				1.8	2.2		54.8
	>3 anni	10.5	10.2	3.4			4.9				0.3	0.1		29.3
HY														
	<1				3.9	4.9		0.6	0.7	0.9			1.3	12.3
	1-3				11.9	3.2		0.8	0.5	2.3			0.9	19.5
	>3 anni				6.7	0.7		0.1	0.5	0.8			0.1	8.9
Subordinato		**1.0**	**6.0**	**2.5**	**1.3**		**2.8**		**0.4**	**0.6**	**0.3**	**0.3**	**0.0**	**15.3**
IG														
	>3 anni		**0.0**											**0.0**
HY														
	<1	**0.0**	**0.1**	**0.1**					**0.2**	**0.2**				**0.6**
	1-3		**1.9**	**1.0**					**0.3**	**0.1**	**0.3**		**0.0**	**3.7**
	>3 anni	**1.0**	**4.0**	**1.3**	**1.3**		**2.8**			**0.3**		**0.3**		**11.0**
Junior			0.2			2.6								2.8
HY														
	1-3					2.2								2.2
	>3 anni		0.2			0.4								0.7
Grand Total		**117.2**	**108.5**	**30.2**	**30.3**	**22.1**	**25.4**	**4.0**	**8.1**	**5.0**	**3.1**	**4.9**	**4.9**	**363.6**

Figura 10

DUE SCENARI DI RIFINANZIAMENTO

Per le ragioni elencate sopra a) b) c) d), a nostro avviso c'è una probabilità concreta che vengano meno, ossia non vengano rifinanziati con emissioni obbligazionarie ma con *funding* di diverso tipo, le seguenti classi di emissioni:

1. emissioni *retail* subordinate e *junior*, indipendentemente dalla scadenza,
2. emissioni *retail senior* non *investment grade,* indipendentemente dalla scadenza,
3. emissioni *retail senior investment grade* in scadenza nei prossimi 3 anni,
4. emissioni istituzionali *senior investment grade* in scadenza nei prossimi 3 anni.

In Figura 11 quantifichiamo questi aggregati, in Mld di euro e in percentuale del totale delle passività. Mostriamo nelle ultime due righe evidenziate in grigio (Totali in % del passivo) a quanto corrisponde la diminuzione stimata di raccolta obbligazionaria corrispondente alla somma delle voci 1-2-3-4 di cui sopra, in due scenari:

1. non venga rifinanziato il 100% delle diverse voci indicate (penultima riga),
2. non venga rifinanziata solo una parte, preponderante, delle varie voci (ultima riga) che va a decrescere dal 100% delle emissioni subordinate e *junior retail* (voce (a)) fino al 50% delle emissioni *investment grade senior* in scadenza entro 3 anni sul mercato istituzionale (voce (d)).

La minore raccolta obbligazionaria, per l'insieme delle banche considerate, sarebbe fra il 9,9% del totale passivo (Scenario 1) e il 6,3% (Scenario 2), corrispondenti a €226 e €144 miliardi di euro di nozionale. Segnaliamo che €226 miliardi corrispondono precisamente alla stima "sintetica" sulla contrazione potenziale degli stock obbligazionari nei prossimi tre anni, ricavata sopra sulla base dei dati mostrati in Figura 5; questo contribuisce a validare queste stime come realistiche. Tornando ai dati di Figura 11, notiamo che l'impatto per le singole banche varia notevolmente; colpisce ad esempio l'impatto per emittenti fortemente esposti alla raccolta *retail* come UBI, Banco Popolare e Mediobanca. Questa condizione però non spiega interamente la maggiore perdita di raccolta (potenziale) di questi istituti; le altre variabili rilevanti sono il peso della raccolta obbligazionaria sul totale del passivo, e il profilo di scadenze delle obbligazioni *senior*.

Emissioni obbligazionarie per classi - aggregati in Mld Euro e in % delle passività – dati al 30.04.2016

Mld Euro	Intesa	UniCredit	UBI	Banco Popolare	Banca MPS	Mediobanca	B.P. di Milano	B.P. di Vicenza	BPER	Credito Emiliano	Iccrea Banca	Veneto Banca	Totale
Retail	39.0	51.6	23.4	23.7	11.4	16.1	1.6	2.1	4.5	2.8	3.1	2.3	181.7
Subordinati e Junior (a)	1.0	6.2	2.5	1.3	2.6	2.8	0.0	0.4	0.6	0.3	0.3	0.0	18.1
Senior non IG (b)	0.0	0.0	0.0	22.4	8.8	0.0	1.6	1.7	3.9	0.0	0.0	2.3	40.7
Senior IG <3 anni (c)	27.5	35.3	17.6	0.0	0.0	8.4	0.0	0.0	0.0	2.2	2.7	0.0	93.6
Senior IG >3 anni (d)	10.5	10.2	3.4	0.0	0.0	4.9	0.0	0.0	0.0	0.3	0.1	0.0	29.3
(a)+(b)+(c)	28.5	41.5	20.1	23.7	11.4	11.2	1.6	2.1	4.5	2.6	3.0	2.3	152.4
(a)+(b)+(c) in % del passivo	4.2%	4.8%	17.1%	19.7%	6.7%	20.6%	3.1%	5.3%	7.4%	6.9%	6.1%	6.9%	6.7%
Istituzionale	78.3	56.8	6.7	6.6	10.7	9.3	2.4	6.0	0.5	0.2	1.8	2.6	181.9
Senior IG <3 anni (e)	35.8	20.4	5.7	0.0	4.0	7.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	73.4
(e) in % del passivo	5.3%	2.4%	4.8%	0.0%	2.4%	13.9%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	3.2%
Totali													
(a)+(b)+(c)+(e)	64.2	61.9	25.7	23.7	15.4	18.7	1.6	2.1	4.5	2.6	3.1	2.3	225.8
1(a)+0.8*(b)+0.6*(c)+0.5*(e)*	35.4	37.6	15.9	19.2	11.6	11.6	1.3	1.8	3.7	1.7	1.9	1.9	143.5
Totali in % del passivo													
(a)+(b)+(c)+(e)	9.5%	7.2%	22.0%	19.7%	9.1%	34.5%	3.1%	5.3%	7.4%	6.9%	6.2%	6.9%	9.9%
1(a)+0.8*(b)+0.6*(c)+0.5*(e)*	5.2%	4.4%	13.6%	16.0%	6.9%	21.4%	2.5%	4.5%	6.1%	4.5%	4.0%	5.6%	6.3%

Figura 11

© AIAF-CFASI

Fonti di finanziamento al 31.12.2015 (spaccato delle passività in %)

Dati in % del passivo al 31.12.15	Intesa	UniCredit	UBI	Banco Popolare	Banca MPS	Mediobanca	B.P. di Milano	B.P. di Vicenza	BPER	Credito Emiliano	Iccrea Holding	Veneto Banca	Totale
Depositi	35%	52%	42%	38%	46%	19%	49%	41%	56%	47%	19%	43%	43%
Funding a b/t	9%	8%	4%	7%	18%	24%	9%	29%	9%	16%	66%	21%	11%
Obbligazioni	28%	21%	42%	37%	23%	38%	27%	16%	20%	19%	11%	19%	25%
di cui in scad <1 anno	5%	5%	11%	13%	6%	6%	9%	3%	3%	1%	3%	4%	6%
Altre passività	22%	13%	4%	11%	7%	3%	6%	8%	6%	12%	1%	11%	14%
Equity	7%	6%	9%	7%	6%	16%	9%	6%	9%	7%	3%	6%	7%

Fonte dati: Bilanci delle singole banche riclassificati e Bloomberg, al 31.12.2015. Ai fini della nostra analisi, che guarda alle caratteristiche dei diversi tipi di funding, sommiamo alle voci rappresentative di funding a medio/lungo termine lo stock di obbligazioni con scadenza entro l'anno, che viene tipicamente classificato nei bilanci come funding a breve termine. Aggiungiamo all'aggregato "obbligazioni" anche la voce delle passività finanziarie contabilizzate a "fair value", nei casi dove questo ammontare sia rilevante, ed effettuiamo un controllo incrociato con i dati di fonte Bloomberg sugli stock di obbligazioni in essere al 31.12.2015

Figura 12

Come si vede in Figura 12, dove mostriamo la struttura del *funding* del nostro campione di banche al 31.12.2015, con ogni categoria in percentuale del totale del passivo, istituti come BPER o ICCREA, pur avendo una rilevante quota di raccolta *retail* come percentuale della raccolta obbligazionaria (Figura 8), hanno una struttura di *funding* in cui l'obbligazionario pesa relativamente meno dei tre istituti sopra citati.

Per i due istituti di maggiori dimensioni, che pure presentano un peso del *funding* obbligazionario rispetto al passivo totale vicino alla media, il fattore che mitiga la riduzione della raccolta nella simulazione effettuata è la struttura per scadenze che vede una quota importante delle obbligazioni *senior* con vita residua superiore a 3 anni.

In sintesi, in scenari come quelli ipotizzati nella nostra simulazione**, gli istituti che devono fare fronte ad una riduzione di raccolta più rilevante, in rapporto alle passività totali, sono quelli che congiuntamente: sono maggiormente esposti alla raccolta obbligazionaria come fonte di *funding*, hanno una quota maggiore di emissioni *retail* in seno alla raccolta obbligazionaria, e hanno una quota importante di obbligazioni *senior* in circolazione con vita residua inferiore ai 3 anni.**

Dalle analisi che abbiamo fin qui condotto emerge una situazione che porta necessariamente a riflettere sulla capacità della normativa sul *bail-in* di soddisfare l'obiettivo principale di tutta la regolamentazione europea del settore bancario: aumentare la stabilità del sistema finanziario. Infatti, le nostre analisi ci portano a ritenere che **la raccolta a medio-lungo termine delle banche verrà disincentivata rispetto a quella a vista. Le recenti crisi ci ricordano, invece, come la solidità della raccolta a medio-lungo anche tramite il canale *retail* sia stata un'importante difesa della stabilità del sistema.**

In almeno due periodi recenti, la crisi dei mutui *subprime* e i fallimenti bancari del 2007/2008, e poi la crisi del debito sovrano europeo culminata nel 2011/2012, la rilevanza del funding a medio-lungo termine e il ruolo del mercato al dettaglio si sono dimostrati un punto di forza del sistema bancario italiano, nel momento in cui i principali canali di rifinanziamento all'ingrosso si sono prosciugati, per crisi di fiducia tra controparti o per l'impennata degli spread creditizi legata al rischio sovrano. In queste situazioni sono colpite in particolare le banche con differenze maggiori tra la durata degli attivi e dei passivi. Nel Rapporto sulla stabilità finanziaria di novembre 2011[88], la Banca d'Italia evidenziava come il canale della raccolta obbligazionaria al dettaglio fosse servita da parziale scudo in un periodo di crisi senza precedenti per il *funding* delle banche *europee come quello del 2011-2012: "nella seconda metà del 2011 i mercati internazionali della*

NOTA

88 https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2011-2/1-rapporto-stabilita-finanziaria.pdf, pagg. 43 e seguenti.

Emissioni obbligazionarie per tipologia fra il 30.04.16 e il 30.11.16 - Dati in % del totale e in Mld €

	Emissioni	Rimborsi	Saldo (€ Mld)	Vecchi stock in %	Nuovi stock in %
GARANTITE	27.4 (58%)	16.7 (24%)	10.8 (+8.0%)	27%	30%(+3%)
ISTITUZIONALI	9.9 (21%)	17.9 (26%)	-8.0 (-4.4%)	37%	37%(+0%)
RETAIL	9.7 (21%)	34.4 (50%)	-24.6 (-14%)	36%	33%(-3%)
Totale (€ Mld)	47.1	69.0	-21.9	497.8	476.0

Figura 13

raccolta all'ingrosso (obbligazioni, certificati di deposito, carta commerciale) hanno cessato di funzionare, con collocamenti di obbligazioni da parte di intermediari europei assai contenuti anche includendo le emissioni garantite. A fronte di ingenti volumi di rimborsi su titoli in scadenza, gli intermediari italiani trarranno vantaggio da punti di forza quali l'alto peso della raccolta obbligazionaria al dettaglio, per la quale sia i prezzi sia il volume della raccolta tendono a risentire delle tensioni sui mercati finanziari in misura contenuta e con ritardo rispetto alle altre forme di provvista".

Prima della pubblicazione del testo, siamo andati ad aggiornare i dati sulle emissioni obbligazionarie degli istituti considerati alla data del 30 novembre 2016, quindi a sei mesi di distanza. A fronte di nuove emissioni per €47 miliardi, ci sono stati rimborsi per quasi €69 miliardi[89], con un saldo netto di circa -€22 miliardi ossia il 4,4% degli stock di partenza. Il calo della raccolta obbligazionaria quindi è proseguito significativamente, in un periodo in cui come detto sopra le passività totali sono rimaste quasi stabili (-1,2%).

NOTA

89 Comprensivi di scadenze e richiami di titoli con opzione per il rimborso anticipato.

Lo spaccato delle nuove emissioni e dei rimborsi e i loro saldi offre indicazioni interessanti sul cambiamento del mix relativo alla diverse tipologie di obbligazioni; in Figura 13 riportiamo i dati sui saldi netti fra rimborsi e nuovi emissioni nel periodo fra il 30 aprile 2016 e il 30 novembre. Quasi il 60% delle nuove emissioni è stato rappresentato da obbligazioni garantite, il resto equamente diviso fra obbligazioni non garantite istituzionali o *retail*; invece i rimborsi hanno riguardato per il 50% obbligazioni *retail* e per il 25% le istituzionali (non garantite) e le garantite. Il saldo delle garantite è positivo per €10 miliardi, mentre le obbligazioni istituzionali scendono di €8 miliardi e quelle *retail* addirittura di €25 miliardi.

Vengono **confermate quindi le nostre attese per una ulteriore e importante riduzione della raccolta obbligazionaria non garantita**, con un saldo di **-€33 miliardi equivalente al -18% in soli sette mesi**, che su base annuale diventerebbe -€167 miliardi, **un valore a metà strada fra i due scenari disegnati sopra che quindi vengono validati come realistici. Si conferma inoltre come ci attendevamo che la riduzione è stata concentrata sulla componente *retail*, con un ribilanciamento a favore delle obbligazioni garantite**. Infatti, se confrontiamo la composizione percentuale della raccolta al 30 aprile con quella al 30 novembre, osserviamo che la quota delle obbligazioni istituzionali non garantite non varia (ossia, la riduzione è andata di pari passo del totale obbligazioni, anche se su questo punto si veda quando diremo in seguito a mitigare l'ottimismo), mentre la quota delle obbligazioni *retail* cala in misura simmetrica all'aumento di quella delle obbligazioni garantite.

La Figura 14 riporta i dati delle emissioni nette per le banche del nostro campione. Possiamo fare alcune osservazioni principali incrociando anche i dati aggregati di Figura 13. A differenza dei dati aggregati, vale l'avvertenza che i dati dei singoli istituti non sono sempre leggibili in modo semplice, specie quando sono maturati in un contesto di ristrutturazione o di significativa riduzione delle attività.

- **Obbligazioni *retail*: la riduzione netta delle obbligazioni *retail*, il 14% degli stock in media, è comune a tutti gli istituti,** anche i due maggiori, e come ci attendevamo tende ad essere più importante in percentuale del totale obbligazioni su quelli maggiormente esposti al segmento *retail;* per i due istituti

© AIAF-CFASI

maggiori il fenomeno è presente anche se con intensità sotto la media; a fronte di rimborsi generalizzati, solo sei istituti su dodici hanno emesso obbligazioni *retail* in questo periodo (fra cui una subordinata) per un totale di € 9,7 miliardi.

- **Obbligazioni istituzionali:** in media gli stock sono scesi del 4%, **ma su questa categoria il quadro è disomogeneo**, ci sono istituti che hanno registrato un saldo di nuove emissioni positivo, anche con il contributo di subordinati; si tratta però degli istituti maggiori o percepiti come dotati di miglior merito creditizio. Il quadro di fondo e prospettico per il sistema appare negativo: **solo tre istituti su dodici ne hanno emessi** (altri due per ammontare poco significativo), così le emissioni lorde sono state in totale € 9,7 miliardi, un ammontare simile a quelle *retail*, e **se i rimborsi netti sono stati significativamente inferiori a quelli *retail* ciò è solo perché le scadenze nel periodo erano la metà** (€17 miliardi contro 34); sappiamo però dai dati di Figura 10 che i rimborsi attesi ad un anno dalla data del 30 aprile sono di ammontare comparabile da quelli *retail*, quindi a meno che non migliori la capacità/volontà di emettere questa categoria di titoli, le obbligazioni istituzionali potrebbero vedere un calo simile a quello delle *retail* nei prossimi mesi.
- **Obbligazioni garantite**: **le uniche con un saldo totale netto di nuove emissioni positivo**; ci sono eccezioni con un saldo negativo, ma comunque con riduzione in percentuale inferiore alla media delle altre due componenti. La componente garantita sta continuando a salire di importanza: le implicazioni di questo fenomeno in termini di redditività e struttura patrimoniale sono un tema da approfondire ma che va oltre lo scopo di questo studio; qui possiamo dire che più sale la quota di obbligazioni garantite in seno alla raccolta obbligazionaria, più (*coeteris paribus*) la posizione degli altri obbligazionisti si fa rischiosa in caso di situazioni di pericolo di insolvenza o in caso di *bail-in*.

3.b.4 La posizione degli obbligazionisti in uno scenario di *bail-in*

In uno scenario di *bail-in*, le obbligazioni *senior* verrebbero aggredite dopo le azioni, gli strumenti

Emissioni nette fra il 30.04.16 e il 30.11.16 - Dati in mld €. In % le variazioni rispetto agli stock al 30.04.2016

	Intesa	UniCredit	UBI	Banco Popolare	Banca MPS	Mediobanca	B.P. di Milano	B.P. di Vicenza	BPER	Credito Emiliano	Iccrea Banca	Veneto Banca	Totale
COVERED	**2.9**	**4.1**	**1.5**	**-0.3**	**3.6**	**-0.6**	**0.6**		**-0.5**	**-0.6**			**10.8**
Covered in %	*+8%*	*+9%*	*+11%*	*-3%*	*+24%*	*-21%*	*+11%*		*-12%*	*-23%*			*+8%*
ISTITUZIONALE	**-1.8**	**0.9**	**1.3**	**-0.7**	**-1.2**	**-3.3**	**-0.5**	**-1.7**	**-0.1**	**0.0**	**-0.9**	**-0.1**	**-8.0**
Istituzionali in %	*-2%*	*2%*	*20%*	*-10%*	*-11%*	*-35%*	*-20%*	*-28%*	*-26%*	*18%*	*-51%*	*-2%*	*-4%*
Junior	-0.5	-0.2		-0.0	-0.7				-0.0			0.1	-1.3
Subordinato	-0.3	0.4	0.8	-0.5	-0.5	0.0		-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.4	-0.6
Senior	-1.1	0.7	0.6	-0.2	-0.1	-3.2	-0.5	-1.6	0.0	0.0	-0.9	0.2	-6.1
RETAIL	**-2.8**	**-4.8**	**-5.0**	**-2.1**	**-2.0**	**-4.1**	**-0.5**	**-0.7**	**-1.3**	**-1.0**	**0.3**	**-0.6**	**-24.6**
Retail in %	*-7%*	*-9%*	*-21%*	*-9%*	*-18%*	*-25%*	*-33%*	*-35%*	*-30%*	*-34%*	*+9%*	*-27%*	*-14%*
Subordinato	0.0	-0.5	-0.3	-0.2		-0.5		-0.1	0.1	-0.2	-0.1	0.0	-1.9
Senior	-2.8	-4.2	-4.7	-1.9	-2.0	-3.6	-0.5	-0.6	-1.4	-0.7	0.4	-0.6	-22.7
Totale	**-1.7**	**0.2**	**-2.2**	**-3.0**	**0.4**	**-7.9**	**-0.4**	**-2.4**	**-1.9**	**-1.6**	**-0.6**	**-0.7**	**-21.9**
Totale in %	*-1%*	*0%*	*-5%*	*-8%*	*1%*	*-28%*	*-4%*	*-30%*	*-22%*	*-27%*	*-13%*	*-14%*	*-4%*

Figura 14

ibridi di capitale e le obbligazioni subordinate, e solo se l'azzeramento o la conversione di essi non sia sufficiente a ripristinare un'adeguata capitalizzazione. Gli strumenti più junior rappresentano quindi un "cuscinetto" di protezione per le obbligazioni *senior*, che cerchiamo di quantificare per le banche del nostro campione, utilizzando i dati sul passivo degli istituti al 31.12.2015 e i dati sugli stock obbligazionari divisi per *seniority.*

Per prima cosa andiamo ad aggiornare i dati relativi al 31.12.2015 della Figura 12 con i dati sulla raccolta obbligazionaria al 30.04.2016, assumendo che il totale delle passività sia rimasto costante[90]; possiamo calcolare tre rapporti rilevanti alla luce delle novità normative in caso di bail-in. In particolare misuriamo, in rapporto alle passività totali (non pesate per il rischio):

1. la somma di *equity* e obbligazioni "*junior*" (ibride), prime candidate ad essere coinvolte,
2. la somma di *equity* e tutte le obbligazioni subordinate,
3. la somma di *equity* e totale obbligazioni.

I primi due rapporti sono una misura rilevante per il potenziale coinvolgimento degli obbligazionisti *senior* in una procedura di *bail-in* dato che, nel caso fosse necessario un abbattimento del valore delle passività molto significativo, un eventuale intervento pubblico diretto o attraverso il fondo di risoluzione, o una decisione dell'autorità di risoluzione tesa ad evitare il loro coinvolgimento potrebbe avvenire soltanto una volta che almeno l'8% delle attività non ponderate per il rischio (e quindi delle passività) sia stato assoggettato a bail-in[91]. In Figura 16 presentiamo questi dati in forma grafica. La considerazione di base è che, **sommando all'equity tutte le categorie di obbligazioni subordinate, il rapporto risulta superiore al valore dell'8% in tutti i casi tranne in uno**, nel quale la ragione è da individuarsi nel particolare modello operativo con bassa rischiosità degli attivi che richiedono quindi una quota di *equity* molto ridotta. Un'altra considerazione è che, con alcune eccezioni, la somma di *equity* e strumenti ibridi (junior) è generalmente inferiore all'8% delle passività, quindi dovrebbe venire totalmente azzerata in uno scenario di *bail-in* prima di un possibile intervento pubblico. **Un ipotetico azionista o obbligazionista junior, in uno scenario di bail-in, può fare scarso affidamento su un intervento pubblico** che riduca l'entità della perdita (un risultato in linea con l'intento della direttiva, ma determinato anche dalla struttura del *funding* corrente). Quanto alle obbligazioni subordinate non junior,

Aggregati di equity e obbligazioni in rapporto al passivo totale - stima al 30.04.2016

Dati in % del passivo al 30.04.16 (stima)	Intesa	UniCredit	UBI	Banco Popolare	Banca MPS	Mediobanca	B.P. di Milano	B.P. di Vicenza	BPER	Credito Emiliano	Iccrea Holding	Veneto Banca	Totale
1) Equity e obbligaz junior	7,9%	6,9%	9,0%	7,3%	7,6%	15,8%	9,7%	6,4%	9,2%	6,6%	3,5%	6,9%	7,6%
2) Equity e obbligaz subordinate	10,4%	8,7%	11,8%	9,7%	9,4%	21,0%	12,1%	8,9%	10,8%	8,1%	4,4%	9,8%	9,8%
3) Equity e obbligaz totali	30%	24%	47%	39%	28%	67%	28%	27%	23%	22%	14%	21%	29%
Min Bail-in	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%

Figura 15

NOTE

90 Utilizziamo i dati degli ultimi bilanci al 31.12.2015, assumendo che il capitale e il totale delle passività siano rimasti costanti, mentre aggiorniamo al 30.04.2016 le consistenze delle obbligazioni emesse; assumiamo quindi che la variazione degli stock obbligazionari sia stata compensata da altre voci della raccolta (ad esempio, depositi o BCE). L'assunzione è nel complesso realistica ossia non distorce significativamente i rapporti che andiamo a calcolare; in particolare, il rapporto fra equity e passivo rimane invariato. La diminuzione degli stock di obbligazioni è stata nel periodo di circa 23,1 miliardi di euro per il campione di banche, ossia circa il 4,5%.

91 Si vedano i capitoli 1 e 2 in merito.

© AIAF-CFASI

pari in media al 2,2% delle passività, sommandole a *equity* e obbligazioni junior, il rapporto con il passivo supera sempre l'8%, ma con margini non amplissimi in alcuni casi e modesti in altri (la media è del 9,8%); per questa categoria di obbligazionisti, in caso di *bail-in* sufficientemente "grave" da immaginare un possibile intervento pubblico, questo richiederebbe comunque un loro coinvolgimento nella ristrutturazione in otto casi su dodici; a questo livello c'è maggior dispersione di situazioni fra le varie banche, un *caveat* che vale anche per le due considerazioni che seguono. Semplificando, sulla base dei dati del nostro campione, il supporto governativo potrebbe arrivare, in uno scenario di *bail-in*, solo dopo il coinvolgimento di tutta la platea di azionisti e obbligazionisti junior, e in alcuni casi di una quota importante di obbligazionisti subordinati. Gli obbligazionisti *senior* sembrano quindi poter contare in prima battuta su un "cuscinetto" di passività meno protette sufficiente a consentire un salvataggio pubblico che eviti loro di subire potenziali perdite; l'entità del cuscinetto non sembra però convincentemente corposa, tenendo conto che ad una situazione come quella immaginata si arriverebbe, con tutta probabilità, dopo un periodo di crisi con ripercussioni negative sull'*equity* e quindi sul primo livello del cuscinetto stesso.

3.b.5 Le normative TLAC e MREL e la scelta "ottimale" per il legislatore nazionale

Il *bail-in* come meccanismo di risoluzione non sarà l'unico fattore ad incidere sull'evoluzione del mix delle fonti di finanziamento delle banche. Oltre ad esso, vanno considerate due normative di recente introduzione. Si tratta del TLAC (Total Loss Absorption Capacity) e del MREL (Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities), il primo sviluppato dal Financial Stability Board, il secondo previsto dall'Unione Europea all'interno della direttiva BRRD. I destinatari sono differenti: TLAC si applica solo alle banche aventi rilevanza sistemica globale ovunque residenti, le cosiddette G-SIB (Global Sistemically Important Banks), MREL a tutte le banche dell'UE. Crucialmente però, entrambe hanno lo stesso scopo: **prescrivere che le passività delle banche includano una quantità sufficiente di strumenti prontamente e potenzialmente azzerabili o convertibili in azioni in caso di risoluzione,** in modo da garantire capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione in caso di insolvenza, senza interrompere lo svolgimento di funzioni essenziali della società, evitando l'utilizzo di risorse pubbliche per il salvataggio e minimizzando le difficoltà legali.

Entrambe le norme pongono - in termini di tipologia, ammontare, grado di subordinazione, scadenza - dei requisiti per la composizione delle passività delle banche. Tali requisiti sono molto simili per TLAC e MREL, nonostante alcune differenze metodologiche. Gli strumenti potenzialmente aggredibili in ipotesi di bail-in costituiscono una categoria di passività più ampia, ma sono TLAC e MREL a fissare i limiti quantitativi minimi delle passività da detenere. **TLAC,** che indica un livello minimo standard per tutte le banche sistemiche, prevede che **le passività idonee rappresentino almeno il 16% in termini di attività ponderate per il rischio** (RWA) al 1° gennaio 2019 e al 18% entro il 1° gennaio 2022. Mentre TLAC è definito come requisito minimo comune, il requisito MREL sarà

Aggregati di equity e obbligazioni in rapporto al passivo totale

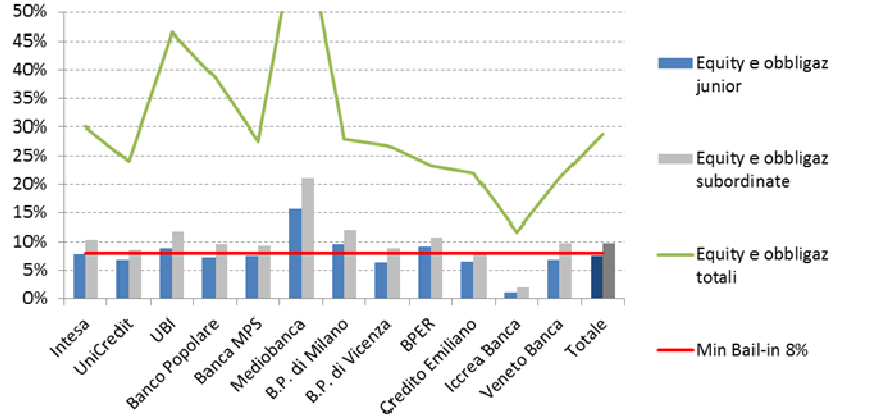


Figura 16

calcolato caso per caso per ogni singola banca, con una calibrazione da effettuarsi in relazione ai fondi propri e alle altre passività totali dell'istituto di credito. Sono attesi entro il 2017 interventi normativi da parte dei competenti organi dell'Unione Europea sia per armonizzare MREL con TLAC sia per dare a MREL un'applicazione uniforme nei Paesi dell'UE. Allo stato attuale, mentre i requisiti MREL sono ancora in fase di definizione, TLAC è definito come requisito standard; c'è inoltre la possibilità che alcuni aspetti di MREL convergano in fase di recepimento verso l'approccio TLAC[92]. Facciamo quindi riferimento ai requisiti TLAC per le considerazioni che seguono[93], anche se solo una delle banche del campione vi sarebbe sottoposta in quanto considerata "G-SIB", convinti che l'analisi ci darà indicazioni comunque valide in quanto le due normative produrranno risultati coerenti nella sostanza anche se non esattamente sovrapponibili.

Due i punti chiave che segnaliamo. Primo, l'FSB richiede che almeno il 33 per cento delle passività TLAC siano costituite da titoli di debito non garantiti (strumenti di debito ibrido, subordinati o debito *senior* non garantito); questo implica che **sarà comunque richiesto a livello regolamentare alle banche di mantenere una quota di emissioni obbligazionarie *senior* non garantite**[94] (in altre parole, il debito *senior* non garantito non potrà sparire del tutto). Secondo, in stretta relazione con il primo punto, **il debito *senior* non garantito utile a soddisfare i requisiti TLAC**[95] **deve poter essere coinvolto in un potenziale *bail-in* senza difficoltà legali**[96]; questo è un aspetto importante soprattutto per il debito *senior* non garantito emesso da entità operative, come nel caso della maggior parte delle banche dell'area dell'euro, poiché tali obbligazioni normalmente (almeno fino al recepimento della direttiva BRRD) hanno un rango pari a quello di alcune passività escluse.

In Figura 17 andiamo adesso ad esaminare gli stessi dati della Figura 16, sempre al 30 aprile 2016, sostituendo al denominatore il totale del passivo con gli attivi ponderati per il rischio (RWA)[97], ed escludendo dal numeratore le obbligazioni con vita residua inferiore ad un anno (requisito comune TLAC/MREL), confrontando i rapporti percentuali ottenuti con il requisito TLAC del 16%.

In tutti i casi eccetto uno, le banche esaminate hanno degli attivi che vengono ponderati per il rischio con un coefficiente minore di 1 (la media è di 0,46), e questo tende ad incrementare i coefficienti ricavati. Per tutte le banche (tranne una) la somma dei soli *equity* e obbligazioni *junior* supera quindi il valore del 10% dei RWA, con la media del campione al 15%, vicino al valore TLAC del 16%; includendo anche le obbligazioni subordinate, il dato medio sale al 21%, in pratica già il valore target della normativa al 2022; aggiungendo anche le obbligazioni *senior* (in scadenza oltre l'anno), il

NOTE

92 Ad esempio, l'Autorità Bancaria Europea (EBA) in due distinti report del 2016 ha raccomandato che nelle norme di recepimento la base di riferimento di MREL venga cambiata convergendo sugli attivi ponderati per il rischio; questo renderebbe le due normative ancora più omogenee.

93 Non è oggetto di questo capitolo trattare dell'evoluzione della normativa sui requisiti patrimoniali imposti alle banche, per i quali le normative chiave sono gli accordi di Basilea (c.d. Basel III *rules*), le regole sul TLAC, MREL, e quanto stabilito dalle autorità di vigilanza. Per ulteriori dettagli su caratteristiche e stato di recepimento delle normative TLAC e MREL, si può consultare un'apposita sezione nel Capitolo 1. In questa sede ci soffermiamo su alcuni aspetti delle norme del TLAC e MREL per evidenziarne l'interazione con la struttura delle fonti di finanziamento, e in particolare per evidenziare come le modalità di recepimento possano impattare il debito *senior* non garantito.

94 Escludendo il caso in cui la quota obbligazionaria sia composta interamente da strumenti subordinati, che essendo chiaramente molto più costosi rendono questa configurazione anti-economica.

95 Ossia, almeno la quota o la classe di debito *senior* non garantito che serve al raggiungimento del requisito TLAC. Va chiarito che, indipendentemente dal fatto che solo una parte dello stock esistente di una particolare categoria di obbligazioni sia sufficiente ad integrare i requisiti TLAC, questo non cambia il regime legale applicabile per tutte le obbligazioni di tale tipo, incluso l'assoggettamento potenziale a *bail-in*.

96 Questo punto è caldeggiato anche nell'ambito della normativa MREL, seppur prevedendo alcuni distinguo e misure di salvaguardia temporanea.

97 Fonte: bilanci delle singole banche e Bloomberg.

© AIAF-CFASI

Aggregati di equity e obbligazioni in rapporto ai RWA, Dati al 30 aprile 2016

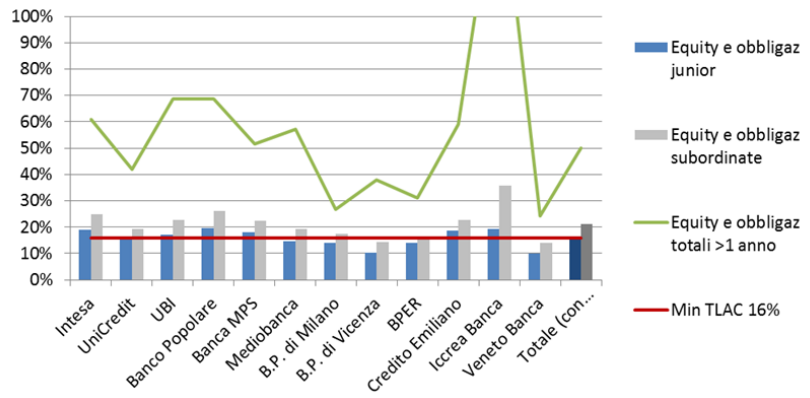


Figura 17

rapporto "esplode" dato che in media queste pesano oltre il 29% dei RWA.

Al momento quindi i requisiti TLAC sarebbero quasi soddisfatti, a prima vista, soltanto con la somma di *equity* e passività subordinate[98], e nel caso queste non fossero sufficienti, c'è "sovra-abbondanza" di debito *senior* nel sistema per colmare il gap. Questa considerazione, per alcuni aspetti rassicurante, fa però sorgere una domanda. **Assumendo, come sembra ragionevole, che per soddisfare i requisiti TLAC e MREL le banche debbano utilizzare anche un certo ammontare di debito *senior* non garantito oltre agli strumenti subordinati[99], e che sia auspicabile che le banche mantengano una quota significativa di obbligazioni *senior* non garantite come forma stabile di raccolta a medio termine, qual è la scelta ottimale per il legislatore nazionale in tema di assoggettamento a bail-in del debito *senior*?**

Il problema nasce dal fatto che il rango del debito *senior* è stato finora *pari-passu* rispetto a quello di altre passività escluse dal *bail-in*; si è reso quindi necessario un intervento legislativo, che ha però considerato opzioni diverse nei vari Paesi europei. Alcuni Paesi (Germania, Italia) hanno nella sostanza reso le obbligazioni *senior* subordinate, e quindi aggredibili con precedenza dai creditori, rispetto ad altre passività operative come i depositi e le passività per operazioni in derivati. Altri (Spagna e Francia) hanno invece introdotto nuove categorie di titoli in grado di assorbire le perdite prima di arrivare ad intaccare i depositi sopra i 100 mila euro e le obbligazioni *senior*. Sono obbligazioni indicabili come "Tier 3" che, in caso di fallimenti bancari, verrebbero aggredite dopo le azioni e le obbligazioni subordinate ma prima delle obbligazioni *senior* e dei depositi.

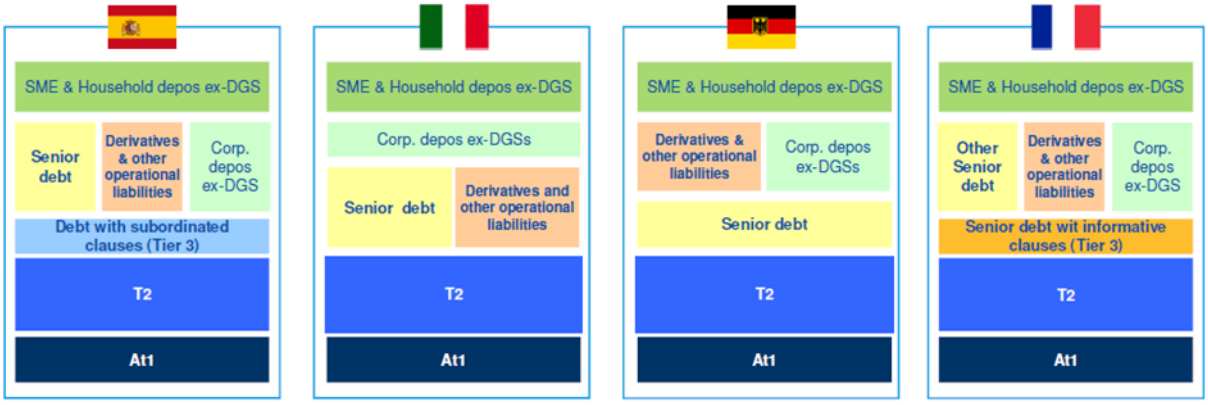
Quest'ultima soluzione ha due vantaggi: da un lato soddisfa lo spirito della normativa includendo una subordinazione su base "contrattuale" che minimizza le incertezze legali in caso di risoluzione; ha inoltre il pregio di dare maggiore flessibilità agli emittenti, che possono emettere obbligazioni "Tier 3" solo se necessario al fine di rispettare le normative sui requisiti di capitale (TLAC, MREL e similari), utilizzando altrimenti il debito *senior* standard con costi minori e con una più efficiente ricomposizione della raccolta. In Italia, invece, dopo le azioni e le obbligazioni subordinate verrebbero aggredite direttamente le obbligazioni *senior*, con la conseguenza di aumentare il rischio e il costo di emissione di questa categoria di titoli che, come abbiamo visto in precedenza nel capitolo, è molto diffusa presso gli investitori al dettaglio e molto importante come fonte di finanziamento per le banche. **La specificità del caso italiano richiederebbe, a nostro avviso, un intervento legislativo finalizzato ad applicare un approccio simile a quello francese e spagnolo, a maggior ragione dato che come abbiamo mostrato sopra, è probabile che le passività più junior siano già quasi sufficienti al rispetto dei requisiti MREL-TLAC, rendendo estremamente inefficiente "coinvolgere" per questo scopo il cospicuo stock di obbligazioni *senior*.** L'introduzione di una nuova categoria di titoli che faccia da "cuscinetto" per le obbligazioni *senior*

NOTE

98 Nella realtà alcune componenti dell'*equity* e delle passività subordinate non sarebbero computabili ai fini MREL/TLAC; si tratta di un valore specifico per emittente, stimabile fra il 2% e il 4% dei RWA, che non cambia la sostanza dell'analisi.

99 Come detto sopra, per un misto di previsione esplicita normativa e per limitare il costo del costo del *funding* evitando di emettere debito subordinato più costoso.

Differenti strutture di subordinazione in alcuni Paesi europei



Fonte: BBVA Research, Capital Management Forum, London, 8th March 2016

Figura 18

avrebbe il vantaggio di consentire una chiara differenziazione, in sede di collocamento, dei rischi dei rendimenti dei nuovi titoli subordinati rispetto a quelli *senior*, riducendo il pericolo di una forte riduzione della domanda di titoli *senior*.

3.c REGOLAMENTAZIONE E RATING

3.c.1 Gli approcci delle agenzie

Storicamente i rating assegnati alle banche dalle agenzie sono stati "sostenuti" dall'assunzione di un implicito supporto governativo. Secondo le stime fornite da Moody's, all'inizio del 2015 oltre il 40% dei rating bancari incorporavano uno o più *notch* collegati all'ipotesi di un sostegno esterno. Al di là delle differenze metodologiche decise delle singole agenzie, il modello generale dei rating bancari prima dell'introduzione della logica del *bail-in* poteva essere così schematizzato.

Tra il 2015 ed il 2016 tutte le agenzie hanno in vario modo aggiornato la propria metodologia sui rating bancari per tenere conto dei radicali cambiamenti che hanno interessato e continuano ad interessare la regolamentazione del settore finanziario. La BRRD-con le eventuali variazioni collegate al recepimento nelle singole giurisdizioni nazionali-nasce proprio con l'obiettivo di evitare i costosi salvataggi pubblici avvenuti nelle passate crisi del sistema bancario. La BRRD, insieme alle regole stabilite a livello comunitario in materia di aiuti di Stato (non solo in relazione alle banche ma a tutti gli altri settori), rendono oggi impossibile immaginare che eventuali crisi bancarie possano determinare un esteso ed articolato coinvolgimento diretto delle finanze pubbliche come accaduto in Irlanda e Spagna tra il 2010 ed il 2012. D'altra parte resta però vero che, pur in assenza di azioni dirette di "salvataggio", l'intervento indiretto dello Stato per salvaguardare la solidità e la solvibilità dei propri sistemi bancari è comunque da mettere in conto.

Ceteris paribus il minore supporto governativo potrebbe implicare un generalizzato peggioramento dei rating del settore bancario. La minore supportività dei governi si confronta, da un lato, con un graduale aumento dei coefficienti patrimoniali richiesti alle banche e, dall'altro, con l'obbligo

Lo schema generale di assegnazione dei rating bancari ante-*bail-in*

RATING AUTONOMO DELLA BANCA (Rating Standalone)
+
SUPPORTO GOVERNATIVO
=
CREDIT RATING FINALE A BREVE E LUNGO TERMINE

Fonte: Intesa Sanpaolo

Figura 19

© AIAF-CFASI

di detenere una determinata quantità di passività prontamente assoggettabili al *bail-in,* passività che vanno a proteggere il debito di classe più *senior* (sulla base della gerarchia dei creditori stabilita dalle diverse legislazioni nel rispetto delle linee guida della BRRD).

Di fatto con l'introduzione del *bail-in* diventa più importante per i creditori e per i risparmiatori capire quanto sia solida la propria banca. Ciò richiede un'analisi accurata di tutti i parametri chiave- capitale, qualità degli attivi, struttura del passivo, redditività, liquidità- nonché un monitoraggio della normativa sul settore bancario. Tra i vari strumenti a disposizione degli investitori i rating divengono, nel nuovo assetto normativo, oggettivamente più rilevanti. Scegliere titoli di debito con valutazione creditizia elevata non fornisce garanzia di rimborso, ma statisticamente diminuisce la probabilità di eventi sfavorevoli.

3.c.2 Moody's: analisi di Loss Given Failure (LGF)

A conclusione di un processo di consultazione avviato nel settembre 2014, il 16 marzo 2015, alla luce dell'imminente recepimento in molte giurisdizioni nazionali dei principi stabiliti dalla BRRD, Moody's ha aggiornato i propri modelli per l'assegnazione dei rating delle banche. La revisione ha introdotto alcune importanti novità, con l'introduzione di nuovi indicatori per l'analisi degli emittenti bancari.

- **Analisi di Loss Given Failure (LGF)** Tale analisi riguarda la perdita attesa e stabilisce l'impatto che l'implementazione dei regimi di risoluzione e l'assenza di ogni supporto statale potrebbe avere sui diversi strumenti di debito e sui depositi. In caso di un regime di risoluzione operativo diviene infatti importante per un investitore conoscere la propria posizione all'interno del passivo di una banca e comprendere l'ammontare di debito a sé subordinato in caso di risoluzione. Moody's usa sia un'analisi LGF base che avanzata. L'analisi LGF base si applica alle banche non soggette a regimi di risoluzione operativi. L'analisi LGF avanzata si applica invece a banche soggette a regimi di risoluzione operativi, dove si possono selettivamente imporre perdite su creditori al di fuori di una liquidazione, e mediante i quali una legislazione specifica fornisce un ragionevole grado di chiarezza su come il fallimento di una banca possa impattare i depositanti e gli altri creditori.
- **Baseline Credit Assessment (BCA)** Attraverso la BCA Moody's analizza il contesto finanziario ed operativo di ogni singola banca al fine di valutarne il rischio di fallimento. L'indicatore esprime, in sostanza, la solidità finanziaria intrinseca della banca (standalone *probability of failure*). L'analisi BCA si basa, a sua volta, su tre principali componenti: a) Profilo Macroeconomico (Macro Profile) che cattura il contesto operativo ed economico in cui una banca opera; b) Profilo Finanziario (Financial Profile) che esprime la solidità finanziaria di una banca sulla base dei *ratios* principali di liquidità e solvibilità; c) Fattori qualitativi (Qualitative Factors) che permettono di aggiustare il profilo finanziario sulla base di elementi qualitativi quali, ad esempio, la diversificazione del business e la *governance* della banca.

La "nuova" metodologia di Moody's

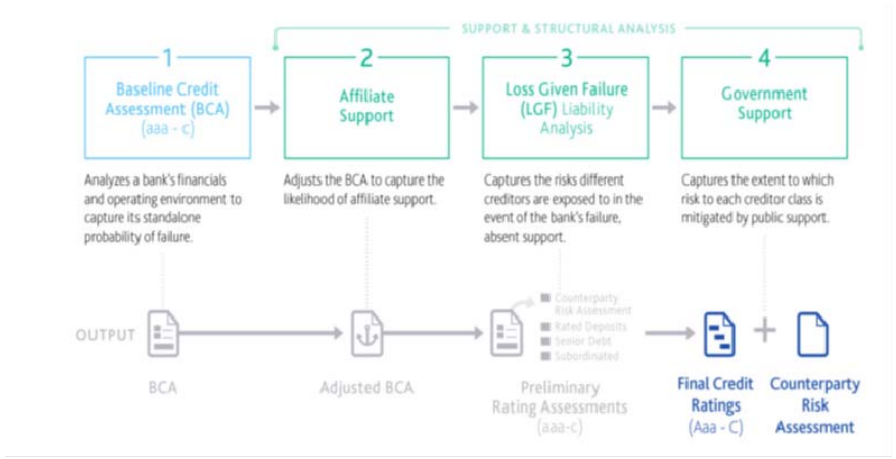


Figura 20

- **Counterparty Risk Assessment (CR Assesment)** La valutazione del rischio controparte o CR Assesment non è un rating ma una valutazione/opinione dell'agenzia sulle probabilità di default e sulla capacità di un emittente di evitare il default su diverse categorie di strumenti e relativamente agli impegni operativi e contrattuali assunti dalla banca (Covered Bond, derivati, garanzie, ecc.), generalmente non considerati dai sistemi di risoluzione esistenti. Il CR Assesment considera la solidità intrinseca di un emittente e la probabilità di supporto da un'affiliata e dal governo in caso di necessità, riflettendo la priorità attesa degli obblighi di controparte nella gerarchia delle passività.

Il passaggio che dal rating Adjusted BCA porta al rating finale sulle diverse categorie di strumenti (depositi, depositi junior, debito *senior*, debito subordinato) dipende essenzialmente dalla struttura del passivo. Più in dettaglio si tratta di stabilire per ogni tipologia di strumento:

1. la percentuale di debito subordinato/junior rispetto allo strumento in questione;
2. il volume assoluto del debito a quel livello, considerando sia lo strumento in questione che eventuali strumenti che si trovano pari passo nella gerarchia dei creditori.

3.c.3 Standard&Poor's: focus su Additional Loss-Absorbing Capacity (ALAC)

Secondo la metodologia utilizzata da Standard&Poor's il processo per l'attribuzione del rating alle banche prende il via dalla Banking Industry Country Risk Assessment (BICRA), vale a dire una macro-analisi del rischio economico ed industriale in cui ciascuna banca si trova ad operare. Successivamente vengono invece individuate le caratteristiche specifiche della singola banca: il profilo di business, il capitale e la redditività, la rischiosità, il *funding* e la liquidità. Infine, viene valutata la probabilità di sostegno alla banca da parte dello Stato o del gruppo di appartenenza. Il tema dell'impatto regolamentare arriva in sostanza come ultimo anello di una catena di passaggi che partendo dal contesto macroeconomico ed operativo arriva al profilo micro del singolo istituto di credito. Il rating autonomo della banca, definito da S&P come Stand Alone Credit Profile (SACP), viene poi aggiustato per tenere conto del supporto governativo o del gruppo di appartenenza. Si arriva così al rating finale dell'emittente, Issuer Credit Rating (ICR).

Facendo seguito ad un processo di consultazione avviato nel novembre 2014, il 27 aprile 2015 anche Standard & Poor's, come Moody's, ha pubblicato un aggiornamento della propria metodologia di rating delle banche. S&P ha osservato in via preliminare come, sulla base delle linee guida indicate dalla BRRD e del recepimento nelle singole giurisdizioni, la supportività dei singoli governi europei nei confronti del proprio sistema bancario può essere definita come "incerta" e quindi difficilmente può essere incorporata come fattore positivo che va a migliorare il rating dell'emittente (ICR) rispetto al rating autonomo (SACP). E' interessante notare che l'agenzia non esclude che i governi in determinati casi possano di fatto intervenire, ma il supporto esterno oltre che meno probabile (ed esplicitamente ostacolato anche dalle norme comunitarie sugli aiuti di Stato) diviene meno prevedibile. E' importante sottolineare come il supporto cui fa riferimento S&P sia il supporto "straordinario", dal momento che quello considerato ordinario è già incorporato nei rating assegnati.

Tale minore supporto esterno potrà essere in tutto o in parte compensato dalla presenza di una regolamentazione che richiede alle banche di detenere un determinato ammontare di passività *bail-in-able* che possono essere prontamente soggette a *bail-in* nel caso di risoluzione di un istituto bancario.

S&P ha introdotto nell'analisi del rating bancari una nuova componente denominata *Additional Loss-Absorbing Capacity* (ALAC). Trattasi di una forma di potenziale supporto che potrà sarà incorporata nell'Issuer Credit Rating (ICR) per tenere conto del minore rischio di insolvenza delle obbligazioni *senior* in presenza di una dotazione di risorse patrimoniali che possa essere soggetta a *bail-in* nel caso di risoluzione di un istituto bancario. L'ALAC fa riferimento ad una capacità di assorbimento "addizionale" delle perdite rispetto alle dotazioni patrimoniali già incorporate nei rating. Gli strumenti che possono essere inseriti nell'ALAC debbono essere in

© AIAF-CFASI

La “nuova” metodologia di Standard and Poor’s

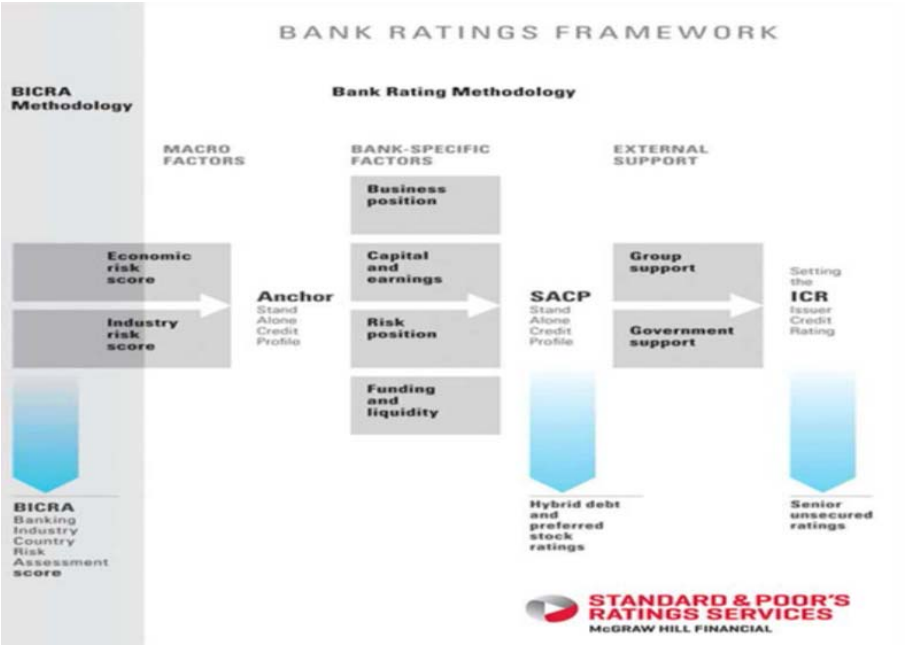


Figura 21

grado di assorbire le perdite senza innescare un default del debito *senior*.

Se l’ammontare di risorse computabili come ALAC è maggiore del 5% del RWA (Risk-Weigted Assets)- cioè degli attivi ponderati per il rischio, calcolati secondo i criteri di S&P- l’Issuer Credit Rating potrà essere aumentato di un gradino (1 notch uplift). Se tale rapporto supera l’8% tale *uplift* potrà essere pari a 2 gradini. Le valutazioni di S&P si basano non solo sui dati puntuali, ma anche su considerazioni di natura prospettica, vale a dire sull’eventuale capacità della banca analizzata di migliorare la consistenza dell’ALAC in un orizzonte di due anni.

3.c.4 Le variazioni effettive di rating sul sistema bancario italiano: sviluppi recenti

Come già segnalato, a partire dal 1° gennaio 2019 il regime italiano si discosterà da quello previsto dalla BRRD e la *depositor preference* verrà allargata ai depositi interbancari e corporate. Si avrà quindi un regime di “*depositor preference* estesa” (full *deposit preference*).

Moody’s ha osservato che la decisione del governo italiano di modificare il *pecking order* a favore dei depositi, risponde probabilmente alla volontà di rendere il *bail-in* più efficace e credibile fornendo una separazione più chiara tra i diversi strumenti finanziari e mettendo al riparo da eventuali ricorsi giudiziali le autorità di risoluzione. E’ infatti chiaro che più sono omogenei i creditori all’interno delle medesime categorie, tanto minore è il rischio che la concreta applicazione del *bail-in* dia adito a controversie legali sulla base della violazione del principio della “*par condicio creditorum*”. L’agenzia si è inoltre espressa anche sul tema del regime transitorio che sarà in vigore tra il 1° gennaio 2016 ed il 31 dicembre 2018. Moody’s ha osservato che in assenza di tale introduzione “ritardata” gli investitori privati detentori di debito *senior* bancario avrebbero vista improvvisamente deteriorata la propria posizione creditoria nei confronti della banca (a causa dell’avvenuta subordinazione a tutte le categorie di depositi) e ciò appare in disaccordo con l’obiettivo generale della normativa che, pur uscendo dalla logica del salvataggio pubblico (*bail-out*), vorrebbe andare nella direzione di fornire la massima protezione possibile ai creditori meno sofisticati. La partenza della *depositor preference* estesa solo dal 1° gennaio 2019 fa sì che molti bond attualmente in mano al retail possano già essere giunti a scadenza e che gli stessi investitori privati possano gradualmente riequilibrare i propri portafogli per tenere conto della maggiore rischiosità intrinseca di alcuni strumenti.

Di fatto la *depositor preference* estesa si traduce in una minore perdita attesa per i depositi, sulla base di un’Analisi di Loss Given Failure (LGF).

A gennaio 2016 sulla base di tali considerazioni Moody’s ha provveduto a riconsiderare le proprie valutazioni creditizie sul sistema bancario italiano. E’ importante sottolineare che le azioni di Moodys’ sulle banche domestiche- sinteticamente riportate nel grafico- riflettono di fatto la gerarchia dei

Gli interventi di Moody's sul sistema bancario italiano (gennaio 2016)*

ACTIONS	Deposit Ratings			Senior Unsecured Debt/Issuer Ratings		
UPGRADES	Banca Carige	Banca del Mezzogiorno	BNL			
	MPS	MPCS	BPM			
	Sella Holding	BPSC	CC Raiffeisen			
	CariBolzano	Credem*	CreVal			
	FCA Bank	ICCREA*	Intesa			
	IMI	MTAA	UBI			
	GE Capital **					
NOT AFFECTED/ AFFIRMATIONS	Unipol Banca	UniCredit	Cariparma	Banca Carige***	MPS	BPM***
	Cassa Centrale Banca			BPSC	CariBolzano	CreVal
				FCA Bank	Intesa	MTAA
				IMI	UBI	UniCredit
				Cariparma	Cassa Centrale Banca	GE Capital **
DOWNGRADES				BNL	Sella Holding	CC Raiffeisen
				Unipol	Credem	

Nota: I depositi indicati nel grafico sono i depositi istituzionali o depositi junior, vale a dire I depositi interbancari e quelli delle large corporate (aziende con fatturato annuo supetiore ai 50 milioni di euro)
Fonte: Moody's

Figura 22

creditori che sarà operativa a partire dal 1° gennaio 2019, dal momento che gran parte del debito che verrà emesso da oggi in avanti andrà di fatto a scadere in una data successiva all'entrata in vigore della *depositor preference* estesa. Sono stati modificati i rating sui depositi, con una chiara prevalenza di upgrade ed un limitato numero di conferme dei rating esistenti. Sul fronte del debito *senior* Moody's ha confermato molti dei rating esistenti, e solo in relazione ad alcune specifiche realtà (alcune anche dimensionalmente meno rilevanti) ha provveduto ad abbassare le valutazioni creditizie. Le variazioni di rating si sono limitate ad un singolo gradino, salvo nel caso di Credem ed ICCREA che hanno entrambe beneficiato di un upgrade di due *notch* nella valutazione dei propri depositi.

In data 2 dicembre 2015 anche S&P ha effettuato alcune modifiche nei rating e nelle prospettive delle banche italiane. Mentre nel caso di Moody's le nuove valutazioni creditizie riflettono l'impatto del recepimento, dal 1° gennaio 2016, della direttiva europea BRRD, nel caso di S&P il fattore regolamentare è solo uno dei driver citati dall'agenzia. Di fatto alla base della decisione di modificare i rating di alcuni istituti bancari domestici vi sono una pluralità di fattori che sono incorporati nell'analisi BICRA. A questo proposito nella relazione del 2 dicembre S&P asserisce che, per le banche italiane, a seguito dell'implementazione della BRRD la possibilità e la disponibilità del governo a fornire un eventuale supporto agli istituti domestici è diminuita e soprattutto divenuta meno prevedibile. L'agenzia ha quindi riclassificato la supportività del governo italiano nei confronti del proprio sistema bancario come "incerta". In un articolo del 23 maggio 2016 S&P sottolinea alcuni elementi chiave del nuovo assetto normativo e specifica chiaramente come, da un lato, il supporto statale diretto nei confronti delle sia oggi "*heavily constrained*", ma dall'altro che ai governi resta la possibilità di forme di aiuto indirette e precauzionali di cui è bene tenere conto nella valutazione delle banche stesse. A questo proposito, S&P cita esplicitamente il caso delle banche italiane e dei vari strumenti –dalle GACS al fondo Atlante-che il governo sta mettendo in campo per affrontare il nodo chiave delle istituzioni finanziarie domestiche, cioè l'elevata mole di crediti in sofferenza presente nei bilanci.

Nel dicembre 2016 Moody's ha poi modificato a Negative da Stabili le prospettive per il sistema bancario italiano, in un orizzonte di 12-18 mesi, sulla base di una molteplicità di fattori tra cui:

1. il contesto operativo sfidante a causa di una crescita del PIL domestico sempre debole;
2. la significativa mole dei crediti problematici il cui smaltimento sarà necessariamente graduale;
3. il deterioramento delle prospettive reddituali collegate alla necessità di effettuare ulteriore pulizia nei bilanci.

© AIAF-CFASI

Facendo riferimento al campione delle banche cui Moody's assegna un rating (27 istituti, pari al 76% degli attivi totali del sistema bancario domestico), il rating medio sui depositi, ponderato per gli attivi, è pari a baa2, tre gradini al di sopra del rating medio BCA (Baseline Credit Assesment), pari a Ba2. Sempre Moody's segnala che a fronte di un BCA medio di ba2, inferiore alla media europea (baa3), il sistema italiano evidenzia un'ampia dispersione di valutazioni. Con riferimento al debito *senior* non garantito (*senior unsecured*) il *rating* medio ponderato assegnato da Moody's beneficia di un cuscinetto di 2 notches Baa3 rispetto alla valutazione BCA.

Nell'ambito della rivalutazione del sistema bancario italiano effettuata nel dicembre 2016 Moody's ha ribadito che, a seguito del recepimento della BRRD nella legislazione italiana, la probabilità di un supporto governativo è molto diminuita. Moody's assume una moderata probabilità di supporto solo per Intesa e Unicredit, data la loro chiara rilevanza sistemica. Per tutte le altre banche Moody's giudica che la probabilità di un supporto esterno sia da considerare bassa. Ugualmente la stessa agenzia riconosce la peculiarità del caso italiano: la presenza di bond *senior* e subordinati nei portafogli della clientela *retail* rende infatti particolarmente complessa e politicamente difficile l'applicazione delle norme sul *bail-in*.

Il 23 dicembre 2016, come noto, il governo italiano, ha approvato un decreto legge che prevede, in estrema sintesi, alcuni strumenti giuridici propedeutici a interventi "sulla liquidità e sul patrimonio delle banche" nella forma di garanzia su nuove obbligazioni da emettere o di ricapitalizzazione precauzionale da parte dello Stato, previa conversione delle obbligazioni subordinate in azioni della banca. Per la copertura finanziaria degli interventi è stato costituito un fondo, con una dotazione di 20 miliardi di euro. Il 3 gennaio 2017 Moody's ha pubblicato un articolo in cui dichiara che, sebbene molti dettagli restino ancora da definire, le misure introdotte dal governo italiano possono essere considerate un *credit positive* per i depositanti e i detentori di obbligazioni *senior* di tutte le banche che sono titolate a ricevere supporto, mentre sono da considerarsi negative, sotto il profilo del credito, per gli obbligazionisti subordinati. A breve distanza (9 gennaio 2017), l'agenzia ha pubblicato un'ulteriore analisi in cui osserva come il caso italiano sollevi la questione dell'impegno delle Autorità europee nel seguire in maniera puntuale le regole di *bail-in* previste dalla BRRD, a favore di un approccio nel complesso più permissivo. Moody's osserva che è prematuro concludere che la direttiva sia meno efficace di quanto inizialmente supposto. Ci sono nel caso del sistema italiano, ed in particolare con riferimento alla situazione della Banca Monte dei Paschi di Siena, alcune caratteristiche specifiche di natura idiosincratica che debbono essere prese in considerazione, tra cui il fatto che vi sono posizioni considerevoli sui bond subordinati della banca da parte degli investitori *retail,* a causa di acquisti effettuati prima dell'introduzione della stessa BRRD. Inoltre può essere osservato che la BRRD è stata concepita per affrontare future crisi bancarie mentre nel caso Montepaschi i problemi sono di vecchia data e risalgono a situazioni pregresse, rappresentando quindi una sorta di indesiderata eredità. Infine Moody's conclude che qualora tale schema misto introdotto dal recente decreto italiano che prevede un mix di *bail out* e *bail in* venga ulteriormente riproposto, l'agenzia potrebbe riconsiderare il proprio approccio complessivo per tenere in considerazione il fatto che, anche con l'introduzione del nuovo regime, il supporto implicito esterno sia più significativo di quanto incorporato nelle attuali valutazioni creditizie delle banche.

Sull'introduzione del decreto legge italiano propedeutico a interventi "sulla liquidità e sul patrimonio delle banche" si è espressa nel dicembre del 2016 anche S&P che ha osservato che tale misura appare utile a gestire l'emergenza rappresentata dal caso della Banca Monte dei Paschi di Siena, limitando l'effetto contagio sulle banche più solide e contribuendo, di fatto, a rafforzare la stabilità complessiva del settore. L'agenzia ritiene però che tale misura contribuisca in maniera solo marginale a risolvere i noti problemi strutturali che gravano sul sistema bancario italiano e che necessitano, oltre che di un'accelerazione dell'economia domestica e dello sviluppo di un mercato secondario efficiente per i prestiti deteriorati, di un processo di consolidamento vista l'elevata base di costi e la frammentazione ancora significativa.

BIBLIOGRAFIA

- Schemi di D.Lgs. relativi all'attuazione della Direttiva 2014/59/UE, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi (Atto 208 e Atto 209), SENATO DELLA REPUBBLICA VI Commissione (Finanze e Tesoro), 27 ottobre 2015
- Bank Bail-In Regimes: No Longer a "Bailout" for Bank Credit Ratings, State Street Global Advisors, giugno 2015
- *Come disinnescare la mina del bail-in,* Angelo Baglioni, La Voce, 23 febbraio 2016
- *Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution- Total Loss-absorbing Capacity* (TLAC) Term Sheet, FSB 9 novembre 2015
- *Change in Insolvency Legislation Drives German And Italian Bank Rating Actions*- Sector In-Dept, Moody's, 26 gennaio 2016
- *Italy's Introduction of Depositor Preference Is Positive for Depositors and Negative for Bondholders*, Sector Comment, 23 novembre 2015
- *Rating Methology- Banks*, Moody's, 27 gennaio 2016
- *What's Next In The Resolution Story For EMEA Banks*? Standard&Poor's, 2 febbraio 2016
- *How Standard&Poor's Applied Its Government Support And ALAC Criteria To European Banks* In December 2015, Standard&Poor's, 2 dicembre 2015
- *BRRD Review Unlikely to Re-Introduce Sovereign Support*, Fitch, 17 maggio 2016
- *Fitch: EU Bank Bail-In Rules* May Change ST Investor Behaviour, Fitch, 30 aprile 2015
- *Global Bank Rating Criteria,* Fitch, 14 aprile 2016
- *EU Authorities Looking To Provide Extraordinary Bank Support, Necessity Has Become the Mother of Invention*, Standard&Poor's, 23 maggio 2016
- *Moody's changes outlook on Italian banking sector to negative from stable due to increasing capital needs and weakening confidence*, Moody's, 13 dicembre 2016
- *Italian Banks: Italy's Measures To Support Banks are Credit Positive For Senior Creditors*, Moody's, Sector Comment 22 dicembre 2016
- *Italy's Bail-Out plan provides some relied to the banking sector but may not solve its basic problems*, Standard&Poor's, 27 dicembre 2016
- *Banks_Europe_FAQ: European Resolution Regime Tested by Proposal Montepaschi Bailout*, Moody's. Sector-In-Deppth, 9 gennaio 2017

 © AIAF-CFASI

CAPITOLO 4

IMPATTI DELLA NORMATIVA SUL BAIL-IN SUGLI INVESTITORI E PROPOSTE PER UNA MIGLIORE PROTEZIONE DEL RISPARMIATORE

INTRODUZIONE

Nei precedenti capitoli abbiamo visto come il *bail-in* ha modificato il profilo di rischio di alcuni strumenti finanziari emessi dalle banche. Tali emissioni sono tradizionalmente presenti nel portafoglio degli investitori privati italiani. Il cambiamento di scenario, introdotto dal *bail-in*, impone una riflessione sull'esigenza di una maggiore protezione per il piccolo risparmiatore.

In questo capitolo, sono illustrate innanzitutto le ragioni per le quali è necessaria tale maggiore protezione, in un Paese come l'Italia in cui la cultura finanziaria di base non è particolarmente evoluta. Analizzeremo le informazioni che gli intermediari bancari rendono disponibili ai clienti, al momento del collocamento dei loro prodotti, tramite prospetti e documenti informativi.

Proporremo come veicolare le informazioni chiave sui prodotti emessi dalle banche e illustreremo uno schema per semplificare e uniformare le comunicazioni relative ai vari strumenti. Infine, presenteremo una proposta di indice di rischio sintetico, unita a una riflessione sui diversi criteri di valutazione dei rischi stessi, legati ai conti correnti.

4.a LA NECESSITÀ DI TUTELA DELL'INVESTITORE

In un mondo dove la digitalizzazione ha pervaso ogni ambito economico e sociale, è fondamentale sfruttare le nuove tecnologie per:

1. rendere gli strumenti finanziari più paragonabili tra loro;
2. aggiornare le informazioni relative agli investimenti e
3. rendere le informazioni più comprensibili.

Nel caso di transazioni finanziarie in cui sono coinvolti investitori di tipo *retail* sorge ovviamente un problema legato alle rilevanti asimmetrie informative presenti nella fornitura del servizio.

Queste:

- riducono la capacità dell'investitore di assumere decisioni consapevoli;
- espongono l'investitore al rischio che l'intermediario tragga un vantaggio derivante dalla propria superiorità contrattuale.

Per questo riteniamo che la tutela dell'investitore dovrebbe essere commisurata alla sua cultura finanziaria e quindi alla dimensione dell'asimmetria informativa tra cliente e banca. Il problema è più grave in Italia rispetto ad altri Paesi, come purtroppo è ben evidenziato sia da un report di Standard & Poor's[100] che da uno OCSE[101].

Nella Tabella 5 sottostante sono indicati i punteggi raggiunti da diversi Paesi con indicate le percentuali di risposte corrette per tipologia di domanda su alcuni concetti finanziari di base. La colonna evidenziata rappresenta la percentuale di alfabetizzazione (secondo la definizione data da S&P), ovvero coloro che conoscono i concetti di diversificazione, inflazione, tassi d'interesse e capitalizzazione composta.

Anche nel caso del test PISA, che aveva tra gli altri obiettivi quello di misurare tra i giovani (quindicenni) l'alfabetizzazione finanziaria[102] indicando "*in quale misura gli studenti quindicenni hanno acquisito il bagaglio di conoscenze e di competenze finanziarie necessario per la transizione dalla scuola all'istruzione superiore, al mondo del lavoro o dell'imprenditoria*", i risultati non sono stati positivi. All'indagine del 2012 hanno partecipato 18 Paesi, 13 OCSE e 5 non OCSE (tra cui Cina e Russia) rappresentanti il 40% del GDP Mondiale. I punteggi dell'Italia in materia di alfabetizzazione finanziaria la posizionava ultima tra i 13 Paesi ed economie dell'OCSE che hanno

NOTE

100 "*Financial Literacy Around the World*" (2015).

101 Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE): test PISA (*Programme for International Student Assessment*) (2012).

102 Definita come "la conoscenza e la comprensione dei concetti e dei rischi finanziari unite alle competenze, alla motivazione e alla fiducia in sé stessi per utilizzare tale conoscenza e comprensione al fine di prendere decisioni efficaci in un insieme di contesti finanziari, per migliorare il benessere finanziario delle singole persone e della società e consentire la partecipazione alla vita economica". OECD, Database PISA 2012.

Alfabetizzazione Finanziaria Nel Mondo

Paese	Alfabetizzazione Finanziaria	Diversificazione	Inflazione	Interesse	Capitalizzazione Composta
Norway	71%	69%	67%	70%	72%
UK	67%	69%	66%	71%	68%
Netherlands	66%	73%	67%	59%	69%
Germany	66%	74%	62%	66%	64%
USA	57%	69%	63%	52%	61%
France	52%	50%	67%	60%	54%
Spain	49%	56%	65%	59%	43%
Slovak Rep	48%	42%	62%	66%	49%
Greece	45%	36%	69%	62%	46%
Tunisia	45%	37%	69%	62%	46%
Slovenia	44%	63%	52%	51%	44%
Poland	42%	39%	63%	60%	45%
Italy	37%	40%	55%	55%	38%
Sri Lanka	35%	26%	45%	70%	45%
Bulgaria	35%	20%	58%	60%	40%
Brazil	35%	33%	53%	56%	46%
China	28%	37%	36%	45%	45%
India	24%	14%	56%	48%	44%

Fonte: S&P

Tabella 5

partecipato all'indagine e 17ima tenendo conto anche degli altri 5 Paesi non OCSE.

Infine, l'indagine rivela che gli studenti italiani hanno meno esperienza in materia di prodotti e servizi finanziari rispetto ai pari età degli altri Paesi OCSE che hanno partecipato alla valutazione: il 44% degli studenti italiani è titolare di un conto corrente o di una carta prepagata rispetto a una media del 54% dell'area OCSE.

Per rimanere in ambito Italiano vale la pena citare l'ultima ricerca CONSOB sugli investimenti finanziari della clientela *retail*[103], nella quale si cita che il concetto di diversificazione e le sue implicazioni sono conosciute da solo il 6% degli intervistati, mentre il 52% o ne coglie solo un aspetto, dichiarandosi disposto a investire in numerosi titoli a basso rischio (erronea diversificazione), o non comprende il *trade-off* fra rischio e rendimento, dichiarandosi disposto a investire soltanto in prodotti a basso rischio e alto rendimento. Si evidenziano inoltre alcuni *bias* comportamentali, quali: il cosiddetto *small-portfolio bias* (ossia la tendenza a investire una piccola somma di denaro in una sola attività finanziaria, riferibile al 20% del campione); l'*overconfidence* in private information (i.e. la propensione a comprare solo titoli che si conoscono molto bene, evidenziando una possibile sopravalutazione della propria capacità di accedere a informazioni "importanti"; 18%). A questo va aggiunta la scarsa conoscenza dei servizi di consulenza e d'investimento e di come questi vengano tutelati dalla normativa. Ben il 60% circa degli intervistati non conosce nessuno dei servizi di investimento previsti dalla normativa vigente. La percentuale di coloro che dichiarano di avere familiarità con i servizi di investimento oscilla tra il 7% (per il servizio di ricevimento e trasmissione di ordini) e il 30% (servizio di gestione di portafoglio). In linea con questa evidenza, la maggior parte degli intervistati (più dell'80% dei non investitori e il 50% degli investitori) non è in grado di identificare nella consulenza e nella gestione di portafoglio i servizi che garantiscono il più alto livello di tutela per effetto dell'obbligo della

NOTA

103 *Report on financial investments of Italian households Behavioural attitudes and approaches.*

© AIAF-CFASI

valutazione di adeguatezza dei prodotti al profilo del clienti.

Un obiettivo di primaria importanza dovrebbe essere l'introduzione di studi finanziari di base all'interno dei programmi di istruzione obbligatoria: un cliente con conoscenze di base non deve necessariamente sostituirsi al professionista che propone gli investimenti ma dovrebbe essere in grado di comprendere meglio i rischi e le opportunità associati alle proposte e limitare l'asimmetria informativa tra le due parti. Nello studio "*Optimal Financial Knowledge and Wealth Inequality*"[104] viene sottolineato come la differenza di conoscenza finanziaria porti a ineguaglianze non solo nel momento nel quale la ricchezza viene generata ma soprattutto nel corso del tempo quando questa viene amministrata. Un investimento in conoscenza finanziaria non avrebbe solo il risultato di dotare i clienti *retail* di un senso critico che li possa difendere nei casi in cui l'intermediario finanziario eserciti la propria superiorità contrattuale, ma avrebbe anche l'effetto di migliorare la salute finanziaria della popolazione con benefici per la collettività.[105]

Le asimmetrie informative tra banca e cliente assumono particolare importanza nel caso in cui gli istituti collochino strumenti di propria emissione in conflitto di interessi. Secondo Consob i conflitti d'interesse[106] nascono quando un intermediario:

- può realizzare un guadagno finanziario o evitare una perdita finanziaria, a danno del cliente;
- sia portatore di un interesse nel risultato del servizio prestato al cliente, distinto da quello del cliente medesimo;
- abbia un incentivo a privilegiare gli interessi di clienti diversi da quello a cui il servizio è prestato;
- svolga la medesima attività del cliente;
- riceva o possa ricevere da una persona diversa dal cliente, in relazione con il servizio a questi prestato, un incentivo, sotto forma di denaro, beni o servizi, diverso dalle commissioni o dalle competenze normalmente percepite per tale servizio.

Quando un intermediario finanziario colloca i propri prodotti si trova a svolgere due servizi con obiettivi differenti:

- il collocamento vero e proprio, per il quale ha interesse a far sottoscrivere l'emissione nei tempi prestabiliti; e
- la consulenza, nella quale ha il dovere di fornire consigli atti a creare un portafoglio di investimento che corrisponda agli obiettivi e vincoli del cliente.

La concomitanza di due servizi che hanno obiettivi differenti può incentivare l'intermediario a privilegiare il primo rispetto al secondo sfruttando l'asimmetria informativa (e talvolta il rapporto di fiducia) con il cliente. Il risultato può essere la costruzione di portafogli non sufficientemente diversificati e soprattutto che non soddisfano le esigenze di investimento dell'investitore.

4.b L'ATTUALE COMUNICAZIONE ALL'INVESTITORE DEI RISCHI DEGLI STRUMENTI FINANZIARI DI NATURA BANCARIA

Nella sezione seguente andremo ad analizzare quali informazioni sui rischi vengono veicolate, ed in quali modalità. Con un focus specifico su alcuni strumenti finanziari di natura bancaria:

- conti deposito e conti vincolati,
- obbligazioni bancarie ed
- azioni bancarie.

E' doveroso ricordare che tutta la documentazione è ovviamente conforme alla normativa ed ai regolamenti vigenti, l'obbiettivo di questo capitolo è capire come migliorare l'informativa già esistente.

NOTE

104 *Optimal Financial Knowledge and Wealth Inequality* Annamaria Lusardi, Pierre-Carl Michaud, and Olivia S. Mitchell (october 2014).

105 Queste considerazioni riguardano ovviamente tutti i soggetti che si interfacciano con la clientela *retail* per la scelta degli investimenti, quindi non soltanto gli istituti bancari.

106 Art. 24 Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio (Adottato dalla Banca d'Italia e dalla Consob con Provvedimento del 29 ottobre 2007 e successivamente modificato con atti congiunti Banca d'Italia/Consob del 9 maggio 2012, del 25 luglio 2012 e del 19 gennaio 2015).

4.b.1 Conti deposito e conti vincolati

Ai fini dell'analisi, sono stati esaminati i Fogli Informativi di 6 conti deposito di banche italiane ed estere operanti in Italia.

Abbiamo individuato alcuni elementi di rischio per i quali dovrebbe essere posta maggiore attenzione da parte dell'investitore (Tabella 6).

4.b.2 Obbligazioni bancarie – premesse

Le obbligazioni bancarie rappresentano circa il 15% delle passività totali delle istituzioni finanziarie italiane: all'interno del mix di finanziamento, hanno la funzione di stabilizzare la raccolta, data la scadenza più lunga rispetto ad altre tipologie di raccolta diretta quali conti correnti e depositi. Le famiglie rappresentano una porzione significativa dei destinatari delle emissioni sul mercato primario di obbligazioni bancarie: alla fine del I trimestre 2016, il 29% delle obbligazioni a medio/lungo termine emesse dal sistema bancario italiano erano in possesso delle famiglie (€174 miliardi su un totale emesso di €605 miliardi).[107]

La direttiva MiFid (Direttiva 39/2004) disciplina i possibili conflitti di interesse, inoltre CONSOB (Delibera 16190 del 29 ottobre 2007) impone un test di adeguatezza sul cliente da parte di intermediari che collocano uno strumento sul mercato primario. Di fatto impedisce il collocamento di strumenti non adeguati al profilo di rischio del cliente, se in presenza di un conflitto di interesse.

Nel caso delle obbligazioni bancarie, il conflitto di interesse può sorgere sia nel caso in cui l'emittente dell'obbligazione ed il collocatore siano il medesimo soggetto, sia nel caso in cui questi due soggetti siano distinti. Nel primo caso il conflitto di interessi è palese, nel secondo invece le ragioni del conflitto di interesse risiedono nella commissione di collocamento che la banca collocatrice percepisce in funzione dell'ammontare totale collocato.

Per analizzare come sono comunicati oggi i rischi associati a queste emissioni sono state analizzate:

1. emissioni di diversi emittenti tra quelli con un bacino d'utenza più vasto;
2. emissioni di differente *seniority (covered, senior, tier* 2 e *tier* 1);
3. emissioni non precedenti il 2010[108].

Nel condurre la ricerca è apparso evidente come le informazioni veicolate all'investitore siano spesso dispersive e troppo tecniche: per

NOTE

107 Fonte Banca d'Italia. Conti finanziari tavola 21 del Q1 2016.

108 Due ragioni: (i) le emissioni ancora in vita e nate prima del 2010 sono sempre meno. (ii) prendere emissioni troppo vecchie renderebbe meno significativa l'analisi.

Elementi di rischio da evidenziare

	# Fogli Informativi in cui è menzionato	Commenti / info addizionali
Rischio di credito	6/6	Definito "rischio di controparte", ovvero l'eventualità che la banca non sia in grado di rimborsare al cliente, in tutto o in parte, il saldo disponibile, anche alla luce delle considerazioni sulle procedure per la gestione delle crisi bancarie (discusse nei precedenti capitoli). In tutti i fascicoli il conto corrente / deposito è definito un prodotto "sicuro". Non è presente alcun indicatore che consenta all'investitore di quantificare, anche solo in termini relativi, questo rischio.
Rischio connesso all'applicazione del "bail-in"	1/6	In questo fascicolo, oltre a far riferimento alla normativa, viene descritta la gerarchia dei soggetti coinvolti nel salvataggio della banca.
Rischio variazioni unilaterali condizioni economiche	1/6	"Per quanto riguarda il rischio di variazioni unilaterali delle condizioni economiche e contrattuali, il Cliente ha facoltà di recedere dal contratto entro 60 giorni dalla comunicazione di variazione".
Rischio opportunità	1/6	In questo fascicolo, "Rischi tipici del servizio: I tassi di interesse applicati rimangono fissi per tutta la durata del vincolo per questo il deposito non può beneficiare di eventuali variazioni al rialzo dei tassi di mercato".

Tabella 6

© AIAF-CFASI

ottenere informazioni complete è necessario leggere oltre 50 pagine tra diversi documenti tutti contenenti termini e dati di difficile comprensione per i non addetti ai lavori.

OBBLIGAZIONI BANCARIE SENIOR

Le obbligazioni di questa tipologia sono quelle più comuni e quelle più collocate ai clienti retail. Normalmente ciascuna Banca colloca direttamente le proprie obbligazioni ai propri clienti. E' tuttavia diffuso anche il caso di banche che collocano sul mercato primario emissioni di intermediari terzi, a fronte di una commissione di collocamento.

	Media	Minimo	Massimo
Condizioni Definitive	7,8	5	14
Nota di Sintesi	22,2	14	29
Prospetto Base	89	77	99
Documento di registrazione	63,8	46	88

Fonte dati: nostre elaborazioni

Tabella 7

La documentazione completa che è a disposizione del cliente prima dell'investimento include:

- Condizioni definitive
- Nota di sintesi
- Documento di registrazione
- Eventuali supplementi
- Prospetto Base (contente Nota di sintesi, Documento di registrazione e Nota informativa)

Per meglio comprendere la quantità di informazioni contenute nella documentazione abbiamo popolato in Tabella 7 con il numero di pagine medie, minime e massime del campione (ristretto ma

Comunicazione dei rischi all'interno della documentazione relativa alle obbligazioni bancarie *senior*				
	Tipologia di documento			
	Condizioni definitive	Nota di sintesi	Prospetto base	Documento di registrazione
Rischio di mercato	Nessuna indicazione sulla possibile volatilità dello strumento, neanche usando come *proxy* strumenti similari.			
		Elencati genericamente i fattori di rischio comuni a tutti i prestiti obbligazionari che possono causare variazioni di prezzo dello strumento finanziario.		
Rischio di liquidità	Viene specificato se verrà fatta domanda di quotazione dello strumento in un mercato regolamentato, in una *multilateral trading facility* o internalizzatore sistematico	Viene specificato che cosa si intende per rischio di liquidità e se l'emittente intende impegnarsi a riacquistare i titoli su iniziativa del cliente.		
Rischio di credito			Menzionato, senza però quantificare gli effetti di un aumento di tale rischio sul titolo oggetto del collocamento.	
		Esposti i *ratios* patrimoniali della Banca con relativa chiarezza, sono esposti i valori minimi eventualmente richiesti dalle autorità di vigilanza ma non vengono esposti dati comparabili di altri istituti italiani o esteri		
Rischio tasso	Non viene specificata la duration effettiva dello strumento collocato			
Grado di diversificazione	In nessun documento consegnato al cliente viene menzionata l'avvertenza di evitare eccessive concentrazioni di patrimonio in singole *asset class* o singoli emittenti.			

Tabella 8

rappresentativo, composto da 5 istituti tra i più grandi per dimensione):

I principali rischi per un investitore in obbligazioni *senior* bancarie sono:

- **Rischio di mercato**: misurato dalla volatilità dei prezzi
- **Rischio di liquidità:** misurato dalla presenza o meno di prezzi e dalle quantità scambiate sul mercato secondario
- **Rischio di credito**: misurato dal rating o da altre forme di valutazione del rischio di credito come ad esempio i CDS (Credit Default Swap)
- **Rischio di tasso**: misurato dalla *duration*
- **Grado di diversificazione:** misurato dalla concentrazione del patrimonio rispetto alle singole classi di investimento o rispetto a singoli emittenti.

È stato verificato come tali rischi sono comunicati nella documentazione che accompagna la sottoscrizione di un'obbligazione sul mercato primario (Tabella 8).

La documentazione a disposizione risulta essere spesso ridondante. Le informazioni necessarie per comprendere i rischi connessi alle emissioni sono presenti, ma di difficile individuazione.

Manca, inoltre, una declinazione dei fattori di rischio generici in esempi numerici relativi al titolo emesso per quantificare le eventuali oscillazioni di prezzo.

Fanno parte della categoria delle obbligazioni bancarie anche i *certificate*.[109] Questi rappresentano infatti una forma di indebitamento non garantita dell'emittente, vale a dire che il loro rimborso non è solitamente assistito da garanzie specifiche.

I diritti inerenti ai *certificates* sono parimenti ordinati rispetto ad altri debiti chirografari (e.g. non garantiti e non privilegiati) dell'emittente già contratti o successivi.

A quanto detto va aggiunto che rispetto ai classici bond bancari la struttura di determinazione del rendimento è solitamente più complessa.

OBBLIGAZIONI BANCARIE SUBORDINATE TIER 2 E TIER 1

Le obbligazioni di questa tipologia rappresentano una porzione marginale del totale dei passivi delle banche italiane. E' tuttavia da sottolineare che quasi la metà degli importi in circolazione alla fine del 2015 erano di proprietà di investitori privati.[110]

Nell'effettuare l'analisi sui prospetti informativi non sono state considerate emissioni Tier 2 effettuate prima del 2010, e sono state privilegiate emissioni di istituti con un bacino d'utenza significativo. Abbiamo altresì escluso le emissioni Tier 1, in quanto riteniamo che in futuro l'attività di collocamento di queste obbligazioni sarà ben differente rispetto al passato. In particolare, con la comunicazione Consob 97996 del 2014 è stato specificato che la Commissione: "*raccomanda […] che le tipologie di prodotti […] non siano consigliate né*

Detentori delle obbligazioni subordinate emesse dalle banche

(importi in miliardi di euro e valori percentuali al 31/10/2015)

	Importo	Quota
Titoli subordinati in essere	**67,2**	**100%**
Settori detentori:		
- Banche italiane	11,6	17,2%
di cui titoli temporaneamente riacquistati dall'emittente	*8,5*	*12,7%*
- Famiglie italiane	31,0	46,1%
- Altri settori istituzionali italiani, di cui	8,1	12,0%
altri intermediari finanziari	*3,1*	*4,7%*
fondi	*2,2*	*3,3%*
imprese	*2,2*	*3,3%*
- Investitori esteri	13,2	19,7%
- Non classificabili	3,4	5,0%
Totale Detentori:	**67,2**	**100%**

Fonte Banca d'Italia
(documento: "Informazioni sui detentori di obbligazioni subordinate" feb-2016)

Tabella 9

NOTE

109 Strumenti finanziari derivati cartolarizzati che replicano, con o senza effetto leva, l'andamento dell'attività sottostante.

110 Questa statistica comprende tutti gli strumenti subordinati, non solo i Tier 2 ma anche i Tier 1 che hanno un grado di subordinazione maggiore.

© AIAF-CFASI

distribuite in via diretta (nell'ambito di strumenti esecutivi, assistiti o meno da quello di consulenza) alla clientela retail".

La documentazione che il cliente dovrebbe visionare prima dell'acquisto comprende:

- Nota di sintesi
- Documento di registrazione
- Eventuali supplementi
- Prospetto Base (contiene Nota di sintesi, Documento di registrazione e Nota informativa)

Anche in questo caso è evidente la vastità della documentazione a supporto del collocamento, al pari di quanto evidenziato per i titoli *senior*.

I rischi **principali** individuati per gli investimenti in obbligazioni subordinate sono gli stessi delle obbligazioni *senior*[111] (Tabella 10).

Anche in questo caso la documentazione a disposizione risulta essere ridondante. Le informazioni necessarie per comprendere i rischi connessi alle emissioni sono presenti ma di difficile individuazione. Manca inoltre una declinazione dei fattori di rischio generici in esempi pratici sul titolo emesso per dare una misura numerica ex-ante e quantificare le eventuali oscillazioni di prezzo.

Le caratteristiche proprie di questi strumenti sono tali che la loro distribuzione dovrebbe essere destinata a una tipologia di investitori con elevate conoscenze finanziarie ed alta propensione al rischio. Inoltre la percentuale di patrimonio allocata a tali strumenti dovrebbe essere limitata tramite l'aumento del lotto minimo oppure tramite una norma che preveda un esplicito assenso da parte dell'investitore, nel caso in cui l'investimento superi una determinata percentuale del patrimonio disponibile presso l'intermediario.

Una domanda che ci facciamo è perché se la normativa UCITS (*undertakings for the collective investment in transferable securities*)[112] sui fondi prevede la regola del 5/10/40, cioè che

NOTE

111 Nel caso delle obbligazioni subordinate, a seconda del grado di subordinazione (Lower Tier 2, Upper Tier 2) è presente anche un rischio di mancato pagamento dei coupon come indicato nei prospetti. Non abbiamo elencato il caso in quanto con le nuove disposizioni Basilea III la distinzione all'interno dei Tier 2 viene eliminata e i bond emessi avranno tutti il medesimo grado di subordinazione e rischio di cash flow.

112 Directive 2014/91/EU, http://ec.europa.eu/finance/investment/ucits-directive/index_en.htm

Comunicazione dei rischi all'interno della documentazione relativa alle obbligazioni *subordinate tier 2*

	Tipologia di documento		
	Condizioni definitive	Nota di sintesi	Prospetto base
Rischio di mercato	Non sono presenti indicazioni specifiche sulla possibile volatilità dello strumento nè sono esposti valori per strumenti similari.		
Rischio di liquidità	Viene specificato se verrà fatta domanda di quotazione dello strumento in un mercato regolamentato, in una *multilateral trading facility* o internalizzatore sistematico	Viene specificato che cosa si intende per rischio di liquidità e SE l'emittente intende impegnarsi nel riacquistare i titoli su iniziativa del cliente.	
Rischio di credito	Esposti i *ratios* patrimoniali della Banca con relativa chiarezza, sono esposti i valori minimi eventualmente richiesti dalle autorità di vigilanza ma non vengono esposti dati comparabili di altri istituti italiani o esteri		
	In alcuni casi è stato fornito un grafico storico del rischio emittente (CDS)		
	Nei documenti viene indicato che i titoli di questa tipologia non sono assistiti dalla garanzia del Fondo Interbancario della Tutela dei Depositi.		
Rischio tasso	Non viene specificata la duration effettiva dello strumento collocato		
Grado di diversificazione	In nessun documento consegnato al cliente viene menzionata l'avvertenza di evitare eccessive concentrazioni di patrimonio in singole asset class o singoli emittenti.		

Tabella 10

è possibile investire in un singolo emittente fino a un massimo del 10 percento del patrimonio netto di un fondo e che gli investimenti in singoli emittenti superiori al 5 percento non possono costituire nel complesso più del 40 percento dell'intero portafoglio, nulla invece sia previsto per chi colloca sugli investitori privati.

La percentuale di investitori *retail* che detengono una grossa fetta del loro portafoglio in queste obbligazioni è purtroppo molto rilevante. Questa situazione pone l'accento sulle dinamiche relative al conflitto di interesse esistente tra emittente e collocatore in un mercato dove il soggetto che subisce l'asimmetria informativa (il cliente *retail*) potrebbe non comprendere appieno il rischio insito negli strumenti subordinati né individuare la proporzione corretta da allocare a questa tipologia di strumenti all'interno del portafoglio di investimento.

4.b.3 Azioni bancarie

Secondo il Bollettino Statistico di Banca d'Italia relativo al I trimestre 2016 il valore delle azioni in circolazione dalle istituzioni finanziarie monetarie è pari a €193 miliardi e di queste, le azioni quotate rappresentano circa la metà: €96 miliardi.[113] Da quando la vigilanza europea ha fissato nuovi criteri di patrimonializzazione ed effettuato periodici stress test per verificare la conformità degli istituti, diverse banche sono state "costrette" ad aumenti di capitale per colmare i gap che si sono formati a seguito di svalutazioni degli attivi di bilancio.

La documentazione d'offerta (il prospetto informativo) contiene tutte le informazioni utili a poter comprendere i rischi derivanti dall'investimento; si tratta tuttavia di documenti estremamente corposi (fino a quasi 1.000 pagine) e di contenuti comprensibili solo agli addetti ai lavori.

Guardiamo ai principali rischi per un investimento in azioni bancarie:

- **Rischio di mercato**: misurato dalla volatilità dei prezzi. Per le azioni quotate sui mercati ufficiali questo parametro è facilmente misurabile, mentre non lo è per quelle non quotate, visto che in numerosi casi la valutazione viene determinata dallo stesso istituto utilizzando uno o più criteri.[114] Le azioni quotate appartenenti al settore bancario rappresentano in termini di capitalizzazione uno dei principali settori della Borsa di Milano, anche rispetto al peso dello stesso settore in altri paesi sviluppati. Facendo un analisi di volatilità annua calcolata giornalmente sugli indici MSCI, dall'inizio della crisi del 2008 ad oggi, otteniamo i risultati in Tabella 11.
- **Rischio di liquidità**: misurato dalla quotazione o meno delle azioni su mercati regolamentati. Le azioni quotate generalmente presentano minori rischi di liquidità per un investitore *retail*, se non in particolari fasi di mercato, nelle quali i titoli possono essere sospesi dalle negoziazioni per eccesso di volatilità o in attesa di comunicati importanti della società. Il rischio di liquidità, inteso come tempo necessario alla vendita del titolo, può essere estremamente elevato nel caso delle azioni non quotate. Le Banche non hanno nessun obbligo di negoziare in conto proprio le azioni emesse, anche se negli anni molti istituti hanno utilizzato il Fondo Acquisto Azioni Proprie per agevolare le operazioni di compravendita richieste dai clienti. Quando il fondo viene completamente utilizzato, o quando questo non è previsto, gli investitori che intendono liquidare le loro posizioni devono necessariamente attendere che

NOTE

113 Fonte Banca d'Italia: Conti finanziari Tavola 7. Q1 2016.

114 La stessa Banca d'Italia ha in diversi casi manifestato dubbi sulla credibilità ed indipendenza di tali valorizzazioni, che rappresentano il punto di riferimento delle compravendite tra investitori.

	ITALIA		EUROPA		PAESI SVILUPPATI	
	MSCI Italy	MSCI Italy Financial	MSCI Europe	MSCI Europe Financial	MSCI World	MSCI World Financial
Volatilità	29%	40%	21%	47%	19%	26%

Fonte: Bloomberg, periodo 30/7/2008-30/7/2016

Tabella 11

© AIAF-CFASI

altri investitori si pongano come controparte. I tempi in questo caso possono essere lunghi, in alcuni casi anche mesi, nei quali il prezzo può cambiare in maniera significativa. Il rischio di liquidità, nel caso delle Banche non quotate, risulta essere quello più significativo rispetto al rischio mercato e diversificazione.

- **Grado di diversificazione**: sempre bassa, lo strumento in sé non dà alcuna diversificazione. L'acquisto di singole azioni bancarie italiane offre un livello di diversificazione praticamente nullo: non presentano diversificazione settoriale, limitata diversificazione geografica del business dell'emittente e nessuna diversificazione di asset class. *In nessun documento consegnato al cliente viene menzionata l'avvertenza di evitare eccessive concentrazioni di patrimonio in singole asset class o singoli strumenti legati al rischio di un unico emittente.*

Nel campione analizzato, la documentazione a supporto delle scelte di investimento è completa, tuttavia troppo corposa e di difficile comprensione da parte di piccoli risparmiatori.

Una nota sul caso delle Banche di Credito Cooperativo. Solo recentemente (febbraio 2016) CONSOB ha diramato i chiarimenti interpretativi in ordine all'applicabilità della disciplina in materia di servizi di investimento rispetto al collocamento di azioni delle BCC. La Commissione ha considerato le azioni nella categoria degli strumenti finanziari e quindi regolati dalla normativa MiFid. Le azioni delle BCC sono, quindi, ora soggette agli stessi obblighi delle azioni delle altre banche.

4.c PROPOSTA SU COME VEICOLARE IN MANIERA PIU' EFFICACE LE INFORMAZIONI CHIAVE

Nei prossimi paragrafi verranno illustrate delle proposte su come rendere più efficace l'informativa all'investitore. L'obiettivo è ridurre l'asimmetria informativa tra investitore e collocatore.

A nostro avviso l'intervento fondamentale consiste nell'aggiungere al set informativo attuale una informativa semplificata di base che sia uniforme per ogni strumento emesso. Semplificare vuole dire produrre pochi indicatori in grado di sintetizzare informazioni e valutazioni complesse non immediatamente comprensibili dai non addetti ai lavori. Uniformità significa standardizzare i documenti informativi per evitare che i diversi emittenti producano indicatori non omogenei tra loro.

Inoltre è da sottolineare la necessità di avere informazioni sintetiche.

Un prospetto può avere anche 100 pagine, normalmente ci si impiega tra i 4 e i 5 minuti per leggere il contenuto di due pagine (circa 1000 parole), il che vuol dire che per leggere un prospetto (e comprenderne tutti i contenuti) ci potrebbero volere oltre 3 ore. Difficile pensare che l'investitore medio possa dedicare così tante ore per valutare ogni singolo investimento.

Un altro aspetto che merita attenzione è l'importanza di identificare i rischi non solo al momento iniziale dell'emissione, bensì occorre rimisurarli con una frequenza periodica che consenta l'aggiornamento alla luce dell'evolversi delle condizioni di mercato, delle condizioni specifiche normative o di merito di credito. La normativa PRIIPS prevede un aggiornamento con periodicità almeno annuale che deve essere resa disponibile al cliente (ad esempio tramite il sito internet dell'emittente).

A questo proposito, nel seguito del capitolo si descrivono e confrontano due possibili indicatori sintetici di rischio: il primo è il "*Summary Risk Indicator*" individuato da ESMA[115], il secondo è l'adattamento di un indicatore elaborato da ricercatori della Singapore Management University pubblicato dal *Financial Analyst Journal*.[116] Non si ha la pretesa di individuare in questa sede l'indicatore preferibile, ma si desidera illustrare le logiche rilevanti per la scelta di uno strumento di supporto decisionale che riesca a riassumere i principali rischi degli strumenti finanziari destinati al pubblico risparmio, in particolare quelli emessi dalle banche, con l'intento di contribuire al dibattito già in corso su questi temi a livello di enti regolatori e dell'industria bancaria e finanziaria.

NOTE

115 *European Securities and Markets Authority, un'authority* indipendente che ha come obiettivo la salvaguardia e la stabilità dei sistemi finanziari europei.

116 *"A Risk- and Complexity-Rating Framework for Investment Products"* pubblicato all'interno della rivista *Financial Analyst Journal* volume 71 numero 6 del 2015.

4.c.1 L'indicatore sintetico di rischio della normativa PRIIPs

Dal 2018 sarà obbligatorio il nuovo "Documento recante le informazioni chiave" (KID) per i prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi pre assemblati (PRIIPs)[117]. Queste tipologie di prodotti si dividono in

- **prodotti non a base assicurativa:** investimenti nel quale **l'importo dovuto all'investitore al dettaglio** è soggetto a fluttuazioni a causa dell'**esposizione** ai valori di riferimento o al rendimento di uno o più attivi che non siano direttamente acquistati dall'investitore. Ad es.: strumenti derivati di qualsiasi tipo, obbligazioni strutturate e altri prodotti strutturati, fondi comuni di investimento UCITS e alternativi (FIA), titoli cartolarizzati;
- **prodotti a base assicurativa: prodotti assicurativi** in cui la scadenza o il valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle **fluttuazioni del mercato** (ad es., polizze vita *unit e index-linked)*

Da quanto sopra, le classiche obbligazioni bancarie (non strutturate) non rientrano nella categoria individuata dai PRIIPs. Abbiamo comunque utilizzato alcuni dei requisiti e delle metodologie di valutazione dei PRIIPs per valutare la rischiosità delle emissioni bancarie.

L'obiettivo è individuare una unica metodologia di misurazione e comunicazione del rischio che aumenti la consapevolezza delle decisioni di investimento.

Guardiamo quindi in cosa consiste questa misura del rischio proposta da ESMA. La normativa prevede l'individuazione di tre tipi principali di rischio:

- Il rischio di mercato
- Il rischio di credito
- Il rischio di liquidità

La normativa PRIIPs nella costruzione dell' indicatore di rischio sintetico prevede la definizione di due sottoaggregati che sommati determineranno il valore finale del SRI, un **indice di rischio di mercato** (*Market Risk Measure,* o MRM) e uno di **rischio di credito** (*Credit Risk Measure*, o CRM).

1. Market Risk Measure

I prodotti sono raggruppati in cinque categorie sulla base delle caratteristiche specifiche in termini di: presenza di garanzie sul rimborso del capitale, presenza di serie storiche dei prezzi di mercato, possibilità di perdita superiore al capitale investito. A ciascuna categoria viene assegnato un punteggio di rischio di mercato che ne determina la classe. Le classi di rischio più elevate sono quelle dove il rischio di mercato non può essere calcolato per l'assenza di serie storiche adeguate. (categoria 1)

La classe di rischio per le categorie 2 e 3 è determinata dal valore del VAR al 97,5% di confidenza.

Se le serie storiche dei prezzi non hanno una frequenza almeno giornaliera o settimanale, la classe deve essere aumentata di un livello (Tabella 12).

NOTA

117 *Il regolamento EU 1286/2014, prevede l'introduzione dei c.d. PRIIPs il cui acronimo si riferisce ai "Packaged Retail Investment and Insurance-based Investments Products" (prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati). La nuova normativa prevede un documento che andrà a sostituire gli attuali KID sostanzialmente un nuovo formato di foglio informativo*, un documento di sintesi del prodotto che dovrà esporre le informazioni che spieghino le principali caratteristiche di rischio, rendimento e costo di un prodotto finanziario e che siano accurate, comprensibili, chiare e non fuorvianti. Deve essere un documento separato da altre presentazioni a carattere puramente commerciale e non contenere riferimenti ad altri documenti escluso il prospetto informativo.

118 JOINT FINAL *draft Implementing Technical Standards on the mapping of ECAIs' credit assessment under Article* 136(1) and (3) *of Regulation* (EU) No 575/2013 (*Capital Requirements Regulation* - CRR).

© AIAF-CFASI

Categoria	Descrizione	MRM - Rischio di mercato (classe)	Metodologia di calcolo del VAR
1	Prodotti con rischio di perdita superiore al capitale investito	7	n.a.
1	Opzioni, CFD, derivati ex Mifid(*)	7	n.a.
1	Prodotti con valorizzazione meno frequente del mese, senza benchmark di mercato o con benchmark senza serie storiche	6	n.a.
2	Prodotti con serie storiche, anche con leva se a multipli costanti	Classe 1: <0,5% Classe 2: 0,5%-5% Classe 3: 5-12% Classe 4: 12-20% Classe 5: 20-30% Classe 6: 30-80% Classe 7: > 80%	Var con espansione Cornish Fisher
3	Prodotti con leva a multipli non costanti e serie storiche	Classe 1: <0,5% Classe 2: 0,5%-5% Classe 3: 5-12% Classe 4: 12-20% Classe 5: 20-30% Classe 6: 30-80% Classe 7: > 80%	Var con modello Bootstrap
4	Prodotti senza riferimenti (prezzi) di mercato		Scomposizione dei sottostanti per ricondurli a una delle categorie precedenti

(*): Direttiva 2014/65/EU, Sezione C, Allegato 1, punti da 4 a 10.

Tabella 12

2. Credit Risk Measure (CRM)

La misura del rischio di credito proposta si basa sui rating delle agenzie certificate ESMA.[118] Ad ogni classe di rating è abbinato un indicatore numerico definito "*credit quality step*". Se l'emittente non ha rating, parte dallo step 3. Al livello corrispondente di "*credit quality step*" vengono applicati degli aggiustamenti per tenere conto della durata dell'emissione, della presenza di garanzie e della presenza di subordinazione del capitale e degli interessi. In assenza di aggiustamenti, la CRM coincide con il "*credit quality step*" (Tabella 13).

L'indicatore di rischio sintetico (SRI)

Incrociando le sette classi di rischio di mercato (MRM) e le sei classi di rischio di credito (CRM) si ottiene l'indicatore sintetico di rischio (composto da sette classi) (Tabella 14).

Il rischio di liquidità

Il rischio di liquidità non è compreso in SRI, tuttavia ESMA indica l'obbligo di presentarlo in forma narrativa in caso di rilevante rischio di liquidità (*material relevant liquidity* risk) o di illiquidità.

Un prodotto ha un rilevante rischio di liquidità se:

1. è quotato in un mercato secondario ma non esistono market maker incaricati, ovvero se la liquidità dipende esclusivamente dalla disponibilità di venditori o compratori;
2. la liquidità media dei sottostanti del PRIIPs è significativamente inferiore rispetto alla frequenza di rimborsi del PRIIPs stesso e/o quando la liquidità del PRIIPs dipende dallo smobilizzo di sottostanti (come ad esempio nel caso di un fondo *real estate*);

Credit risk measure			
Rating agenzie	Credit quality step	Aggiustamenti	Rischio di credito (CRM)
AAA	0	Nessuno	1
AA	1	+1 per scadenze superiori a 1 anno	1
A	2	+1 o +2 per prodotti a lunga scadenza	2
BBB	3	+3 per scadenza	3
BB	4	+3, +4, +5 per scadenze	4
B	5	+4, +5, +6 per scadenze	5
CCC	6	+6 per scadenze >1 anno	6

Tabella 13

Market Risk Class							
		MR1	MR2	MR3	MR4	MR5	MR6
Credit Risk	CR1	1	3	4	5	6	7
	CR2	1	3	4	5	6	7
	CR3	3	3	4	5	6	7
	CR4	5	5	5	5	6	7
	CR5	5	5	5	5	6	7
	CR6	6	6	6	6	6	7

Tabella 14

Esempio di indicatore

3. il distributore del PRIIP stima che l'investitore potrebbe incontrare difficoltà, in termini di tempo e di costi, nello smobilizzo dell'investimento.

Un prodotto è inoltre considerato illiquido se:

1. non è ammesso alla negoziazione in un mercato secondario o se la *trading venue* è soggetta a limitazioni (come la penalità di uscita anticipata o il rimborso discrezionale o l'assenza di accordi di liquidità);
2. il PRIIP offre la possibilità di uscita anticipata o possibilità di rimborso prima della scadenza ma queste sono soggette a condizioni limitative (come l'esistenza di penalità o di discrezionalità del prezzo di rimborso);
3. il PRIIP non offre una possibilità di uscita anticipata o di rimborso prima della scadenza.

© AIAF-CFASI

4.c.2 Un'alternativa all'indice SRI dei PRIIPs

Pur nascendo come strumento di classificazione degli strumenti di tipo PRIIPs, lo SRI rappresenta il tentativo più completo compiuto finora dal regolatore europeo di definire un indicatore che consente una classifica di rischio tra i diversi strumenti finanziari.

Lo SRI non è, tuttavia, esente da limiti. A nostro avviso, infatti, si possono rilevare i seguenti:

1. Il rischio di liquidità non è incluso nell'indice globale ma indicato solamente a parte;
2. Il fattore di diversificazione non è considerato;
3. Non è presa in considerazione la misura di *duration* per i bond ma la sola scadenza.

Nel tentativo di stimolare la riflessione ed il dibattito verso il raggiungimento di un criterio di classificazione ancora più efficace, suggeriamo il confronto con l'indicatore di rischio esposto nell'articolo "*A Risk- and Complexity-Rating Framework for Investment Products*" pubblicato all'interno della rivista Financial Analyst Journal volume 71 numero 6 del 2015. Abbiamo preso quindi spunto da questo studio della Singapore Management University, riadattandolo per tenere conto di ulteriori fattori legati alla liquidità e ai rischi impliciti di alcuni strumenti soggetti a *bail-in*.[118]

Partiamo dalla valutazione dei singoli rischi esaminati:

1. Rischio di volatilità
2. Rischio di liquidità
3. Rischio di credito
4. Rischio di *duration*
5. Leva finanziaria
6. Diversificazione

In tabella riportiamo la definizione dei livelli di rischio ai fini della costruzione dell'indicatore e successivamente la metodologia con la quale si arriva a definire il dato sintetico.

Rischio di Volatilità

Essendo indicatori dedicati alla clientela *retail*, è importante che la volatilità dei rendimenti venga rilevata sulle variazioni dei valori dello strumento espressi in Euro, utilizzando il tasso di cambio relativo al periodo di riferimento, e non nella valuta base dello strumento.

Nel caso di titoli non quotati (o non destinati alla quotazione dopo il collocamento) su di un mercato (regolamentato o MTF), non essendo disponibili dei prezzi ufficiali è definito prudenzialmente un rischio Alto.

Rischio di liquidità

- **Basso:** strumento quotato su un mercato regolamentato o MTF con ammontare in circolazione superiore a 150mln (EUR, USD, GBP) e con prezzi disponibili giornalmente.
- **Medio**: strumento quotato su un mercato regolamentato o MTF con ammontare emesso inferiore a 150mln (EUR, USD, GBP).[119] Fanno inoltre parte di questa categoria i titoli che presentano prezzi con frequenza settimanale o mensile. In questo caso la vendita dello strumento prima della sua scadenza naturale potrebbe risultare difficoltosa o il prezzo potrebbe risultare molto distante dal valore intrinseco in situazioni di stress per l'emittente.

NOTE

118 Nello stesso articolo viene incluso un ulteriore indice di complessità che però, al fine del confronto con il puro indice SRI, non andremo ad analizzare.

119 Il principio dell'ammontare emesso come discriminante di liquidità è discusso più avanti nella parte relativa al caso delle obbligazioni emesse in piccole quantità.

Rischio di Volatilità

Livello	Descrizione
Basso	Strumenti che hanno avuto (valutazione ex-post) o potrebbero avere (valutazione ex-ante effettuata su strumenti con rischi similari) una volatilità inferiore al 5%
Medio	Strumenti che hanno avuto o potrebbero avere una volatilità compresa tra 5 e 15%
Alto	Strumenti che hanno avuto o potrebbero avere una volatilità superiore al 15%. Cosa rilevare: lo strumento può subire perdite di valore significative in un arco di tempo breve

Tabella 15

- **Alto:** strumento quotato su un Internalizzatore Sistematico. Fanno parte di questa categoria gli strumenti che pubblicano poco frequentemente (intervalli superiori al mese).

Cosa rilevare: la vendita dello strumento prima della sua scadenza naturale potrebbe non essere possibile o il prezzo potrebbe risultare significativamente differente rispetto al valore effettivo.

Ricordiamo a tal riguardo che esiste una specifica normativa CONSOB[120] che prevede l'obbligo da parte dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi.[121]

Il tema della liquidità rientra inoltre nel tema più generale dei costi che verrà discusso nei successivi paragrafi.

Rischio di credito

Viene preso in considerazione il rating dell'emissione (non dell'emittente):

- **Basso**: titoli con un rating superiore ad A+.
- **Medio:** titoli con rating da A+ sino a BBB-.
- **Alto**: titoli che hanno un *rating non investment grade* o che non abbiano un rating.

Rischio di Duration:

- **Basso**: titoli che hanno una *duration* effettiva inferiore a 5.
- **Medio:** titoli che hanno una *duration* effettiva compresa tra 5 e 10.
  Cosa rilevare: in caso di incremento dei tassi di interesse, il titolo può subire perdite di valore.
- **Alto:** titoli che hanno una *duration* effettiva superiore a 10.

Cosa rilevare: in caso di incremento dei tassi di interesse, il titolo può subire variazioni di prezzo anche significative.

Per le azioni assumiamo un rischio alto dato che, anche in presenza di dividendi, è improbabile che le attese di cash flow ripaghino l'investimento iniziale in meno di 10 anni.

Leva finanziaria:

- Nessuna leva.
- Leva superiore a 1 e non superiore* a 2.
  Cosa rilevare: lo strumento presenta un rischio superiore a quello del parametro cui è indicizzato ed i risultati potrebbero differire in maniera significativa soprattutto col passare del tempo.
- Leva superiore a 2.

NOTE

120 Comunicazione Consob 2 marzo 2009, n. 9019104.

121 L'impostazione è coerente con la Comunicazione Consob 92492 del 18/10/2016. http://www.consob.it/documents/46180/46181/c0092492.pdf/3305c2e6-bd39-4787-9603-d2ee3d2b3285

Sottofattore DIVERSIFICAZIONE	Livello			
	Basso	Medio	Alto	Peso
Geografica Livello Punteggio	Paese 3	Regionale 2	Globale 1	*0.2*
Asset Class Livello Punteggio	1 3	2 2	3 1	*0.4*
Settoriale Livello Punteggio	1 3	2 2	3 1	*0.2*
Concentrazione singolo strumento/emittente Livello Punteggio	100% 3	10% 2	5% 1	*0.2*

Tabella 16

© AIAF-CFASI

Rischio diversificazione:

Investimenti che presentano esposizioni ad un singolo fattore, o ad una singola asset class, rappresentano un elevato rischio di concentrazione. La diversificazione offerta dagli strumenti finanziari può essere determinata seguendo lo schema in Tabella 16.

La pesatura attribuisce una maggiore importanza al numero di *asset class* rappresentate dallo strumento e peso uguale alla diversificazione geografica, di settore e concentrazione su un singolo rischio specifico. Un valore maggiore viene attribuito in presenza di un maggior rischio specifico.

- **Rischio Basso**: strumenti che presentano valori uguali o inferiori a 1.
- **Rischio Medio**: strumenti che presentano valori compresi tra 1 e 2 (compreso).
  Cosa rilevare: lo strumento offre un certo grado di diversificazione. Si consiglia tuttavia di completare il portafoglio con strumenti che offrano esposizioni su altre tipologie di rischio.
- **Rischio alto:** strumenti con valori superiori a 2. Sarebbe opportuno che nel caso in cui il rischio legato al fattore diversificazione fosse alto, ci fosse un avvertenza per l'investitore ad incrementare il livello di diversificazione del portafoglio.

La rappresentazione del rischio può essere quindi effettuata da un lato elencando le singole componenti ed il livello di rischio per ciascuna, dall'altro con un indicatore sintetico che dia uno sguardo complessivo al livello di rischiosità del prodotto.

4.c.3 L'indicatore sintetico

In Tabella 17 viene riportato il calcolo dell'indicatore sintetico FAJ proposto dallo studio della Singapore Management University e rielaborato ai fini di questo studio.

Una volta definiti gli indicatori di rischio secondo la metodologia precedente, si procede con la definizione di un indicatore sintetico di rischio che tenga in considerazione tutti questi elementi e li sommi per ottenere un unico risultato di sintesi (Tabella 18).

Sommando i singoli componenti si ottiene una gradazione di rischio su 5 livelli.

	Livello di Rischio			
Fattore di Rischio	Basso	Medio	Alto	Note
Volatilità Annua Livello Punteggio	σ ≤ 5% 1	5% < σ ≤ 15% 4	Sopra il 15% 9	*Misurato dalla Standard deviation*
Liquidità Livello Punteggio	Neg. Giorn Outst >50 1	Neg. Mensile Outst >50 2	Internaliz. Sopra il mese 3	*Disponibilità prezzi*
Rating Creditizio Livello Punteggio	Sopra A+ 1	BBB – A+ 3	Azioni o Bond <BBB- o NR 5	*Rating Medio*
Duration Livello Punteggio	≤ 5 1	5 < Dur. ≤ 10 2	Duration > 10 3	*In anni*
Leva Livello Punteggio	Nessuna 1	2 X 3	Sopra 2X 5	*Rispetto al capitale investito*
Diversificazione Livello Punteggio	1 1	2 2	3 3	*Si veda tabella successiva*

Tabella 17

Livello di Rischio	1 Basso	2 Sotto la media	3 Medio	4 Sopra la media	5 Elevato
Indicatore sintetico	6-8	9-11	12-15	16-19	20-28

Tabella 18

Un indicatore sintetico adottato di comune accordo all'interno dell'industria finanziaria o proposto dall'autorità di vigilanza consentirebbe di:

1. rendere evidenti in maniera più chiara e diretta i fattori di maggior rischio, elencandoli e misurandoli in forma sintetica;
2. fornire un'indicazione finale oggettiva del rischio dello strumento, con il vantaggio di poter confrontare il rischio di diversi prodotti su diversi istituti;
3. condurre verso l'armonizzazione delle informazioni fornite dai diversi emittenti su differenti strumenti, inducendo una definizione e una misurazione dei rischi secondo criteri univoci.

Il caso delle obbligazioni emesse in piccole quantità:

una modifica rispetto alla versione originale dell'indice esposto nel Financial Analyst Journal è stata fatta per tenere conto delle emissioni di piccole dimensioni. Quando l'emittente colloca alla propria clientela un quantitativo di obbligazioni di importo ridotto è estremamente improbabile che si riesca a formare un mercato secondario che consenta, in caso di vendita anticipata, di trovare un certo numero di controparti (*market makers* inclusi) tale da rendere la transazione tempestiva, allineata ai valori intrinsechi del titolo e con costi di transazione accettabili. Consideriamo ad esempio un'emissione di complessivi €10 milioni: a prescindere dall'emittente, per il possessore del titolo le controparti possibili per una transazione di vendita sarebbero probabilmente limitate all'emittente stesso (o un *liquidity provider* che fa comunque riferimento all'emittente). Questa situazione pone in dubbio l'esistenza di una reale liquidità soprattutto nei momenti di stress sui mercati finanziari. Di più, pone in dubbio l'allineamento dei prezzi al valore intrinseco degli strumenti.

Per superare questo limite, potrebbe essere utile porre una soglia di rischio di liquidità per quelle emissioni sotto €150 milioni. A tale proposito notiamo che in uno studio Consob condotto nel 2010 veniva rilevato come ammontare medio, per le obbligazioni quotate su mercati regolamentati /MTF o presenti su piattaforme di *dealer,* il valore di €115/€150 milioni, mentre per le obbligazioni non quotate (i cui prezzi difficilmente possono essere rilevati) l'ammontare medio scende a €36 milioni.[122] Il valore medio di €150 milioni si riferisce alla realtà del mercato italiano: è comunque giusto aggiungere che alcuni *index provider* (Markit, Bloomberg Barclays Capital) richiedono una soglia minima di €500 / $500 milioni per l'inclusione nei loro principali indici obbligazionari *corporate investment grade*, mentre altri (BofA Merrill Lynch) hanno un minimo di €250 / $250 milioni.

Al fine della costruzione dell'indicatore diamo pertanto un valore di rischio massimo, in termini di liquidità, ai bond emessi per importi inferiori a €150 milioni.

Il caso del Conto Corrente

Il conto corrente rappresenta il rapporto di base con la banca. Nel momento stesso in cui una somma viene depositata dal cliente nel conto questa rientra nelle passività della banca, entrando a tutti gli effetti nella piena disponibilità della stessa.

Per il conto corrente il calcolo dell'indicatore sintetico di rischio non è applicabile, in quanto non si tratta propriamente di un investimento finanziario quanto piuttosto di uno strumento tecnico bancario che da un punto di vista finanziario ha finalità simili ad uno strumento monetario e pertanto il rischio principale rimane quello creditizio della banca.

Come già in precedenza indicato, ogni co-intestatario è garantito dal fondo interbancario fino a 100.000 Euro. Inoltre i depositi al dettaglio eccedenti

NOTA

122 "Le obbligazioni emesse da banche italiane. Le caratteristiche dei titoli e i rendimenti per gli investitori" a cura di R. Grasso, N. Linciano, L. Pierantoni, G. Siciliano.

© AIAF-CFASI

RI	Threshold	Traffic light: Current vs previous quarters for the worst bucket	Sample of banks* 151	153	153	153	153	157
			201412	201503	201506	201509	201512	201603
Tier 1 capital ratio	> 15%		21.5%	14.1%	16.9%	27.7%	29.8%	28.3%
	[12% - 15%]		48.3%	57.8%	63.9%	52.7%	62.2%	63.9%
	< 12%		30.2%	28.1%	19.2%	19.7%	7.9%	7.9%
CET1 ratio	> 14%		19.4%	11.7%	19.6%	13.1%	25.3%	21.0%
	[11% - 14%]		39.4%	50.1%	66.5%	73.8%	70.3%	74.6%
	< 11%		41.2%	38.2%	13.9%	13.1%	4.4%	4.4%
Ratio of non-performing loans and advances (NPL ratio)	< 3%		37.1%	39.5%	40.9%	41.2%	38.2%	39.8%
	[3% - 8%]		46.3%	50.3%	50.1%	50.0%	55.0%	53.8%
	> 8%		16.6%	10.2%	9.0%	8.9%	6.8%	6.4%

Fonte: EBA risk dashboard 1Q16

Figura 23

i 100.000 Euro possono essere esclusi dal *bail-in* in specifici casi, al fine di evitare il rischio di contagio e preservare la stabilità finanziaria, a condizione che il *bail-in* sia stato applicato ad almeno l'8 per cento del totale delle passività (cfr. Capitolo 2).

In caso di banca soggetta a procedura di *bail-in* (cfr. Capitolo 2) risulta difficile una stima della probabilità che vengano intaccati i fondi destinati ai conti correnti; la normativa, però, prevede la pubblicazione di tre ratio patrimoniali (CET1, Tier 1, Total capital ratio) che danno una fotografia, anche se non esaustiva, del grado di solvibilità della banca.

Perché il grado di solvibilità possa essere efficacemente compreso dall'investitore è opportuno che i relativi ratio di una banca siano messi a confronto con quelli delle altre banche del sistema. A tal fine si possono utilizzare parte dei criteri che già EBA utilizza nella *review* trimestrale sulle banche sulle quali esercita l'attività di supervisione.
EBA elenca diverse categorie di indicatori: di solvibilità, di qualità degli attivi, di utili e di struttura del bilancio. I valori di solvibilità per singolo istituto (Tier 1 Capital Ratio, CET1 Ratio e NPL Ratio) sono i più significativi e potrebbero essere confrontati con i valori medi delle banche italiane ed europee (Figura 23).

Questa tabella, chiamata "Risk Dashboard" da ESMA rappresenta in maniera semplice ed immediata il livello di rischio di un determinato campione di banche e al tempo stesso evidenzia cromaticamente (verde) quali dovrebbero essere dei livelli di basso rischio per i principali ratio patrimoniali.

Nell'esempio illustrato un TIER1 Capital Ratio inferiore al 12% rappresenta un segnale di rischio elevato per una banca. Al tempo stesso livelli di NPL ratio (crediti deteriorati su totale crediti) superiori all'8% rappresentano un rischio, e sono presenti a marzo 2016 (ultima colonna) nel 6,4% delle Banche analizzate (10 banche).

Una Banca che fornisse alla clientela periodicamente i propri ratio

patrimoniali, abbinandoli a questa tabella, darebbe un'indicazione abbastanza chiara della propria solidità. Un CET1 Ratio a marzo 2016 del 10% (ben sopra il limite richiesto dai regolamenti europei), sarebbe comunque un indicatore di stress ben chiaro se confrontato con questa tabella, EBA considera infatti un livello sicuro un ratio superiore al 14% e il 95% delle banche controllate ha un ratio superiore al livello critico dell'11%.

Il caso dei Pronti contro termine

Il Decreto Legislativo n. 180/2015 prevede tra i poteri generali di risoluzione per la Banca d'Italia la possibilità di attivare clausole di *close-out* (risoluzione) o disporre lo scioglimento dei contratti finanziari o dei contratti derivati di cui è parte l'ente sottoposto a risoluzione. Tra questi contratti vi sono anche i pronti contro termine. Nel caso in cui la garanzia sia fornita con titoli emessi dalla banca, tale garanzia avrà una decurtazione legata al collaterale e pertanto la somma che il risparmiatore vedrà restituita sarà legata al valore di liquidazione di questi titoli a garanzia. Esistono però al momento dei dubbi in merito all'interpretazione della normativa e riguardano la possibilità da parte di Banca d'Italia di sciogliere non solo il contratto di riacquisto dei titoli da parte della banca ma anche la possibilità di annullare il contratto originale di vendita. In questo caso non solo la banca non sarebbe tenuta al riacquisto dei titoli ed al pagamento del prezzo ma il cliente perderebbe la titolarità degli strumenti finanziari che tornerebbero nel portafoglio della banca.

4.d ANALISI DEI SINGOLI INVESTIMENTI DI NATURA BANCARIA

In questa sezione proponiamo alcuni esempi pratici per verificare come potrebbe essere rappresentato il rischio di un investimento ed il corrispettivo indice sintetico descritto in precedenza.

4.d.1 Obbligazioni bancarie *senior*

Esempio di mappatura di un'obbligazione bancaria *senior* con rating BB+, Duration 6, Callable. Ammontare emesso >150milioni di euro, quotazione Borsa Italiana.

Per determinare la volatilità trattandosi di un bond di nuova emissione basterebbe guardare emissioni dello stesso emittente con

Indice sintetico per questa tipologia = 16 – Sopra la Media

	Livello di Rischio			
Fattore di Rischio	Basso	Medio	Alto	Note
Volatilità Annua Livello Punteggio		5% < σ ≤ 15% 4		*Misurato dalla Standard deviation*
Liquidità Livello Punteggio	Neg. Giorn Outst >150 1			*Disponibilità prezzi*
Rating Creditizio Livello Punteggio			Azioni o Bond <BBB- o NR 5	*Rating Medio*
Duration Livello Punteggio		5 < Dur. ≤ 10 2		*In anni*
Leva Livello Punteggio	Nessuna 1			*Rispetto al capitale investito*
Diversificazione Livello Punteggio			3 3	*Unico emittente*

Tabella 19

© AIAF-CFASI

simile scadenza. L'utilizzo di indici come l'indice iBoxx € Bank Senior (al 7/9/16 YTD 0,4357%, mod duration 4,47%, e volatilità su 3 anni calcolata giornalmente pari a 1,7%, rating medio A, emissione media €1bln. Fonte Markit) potrebbe essere troppo generico, in particolare per le emissioni più rischiose e con ammontari emessi più bassi. Ad esempio prendendo i 230 titoli obbligazionari bancari italiani a tasso fisso, plain vanilla, negoziati al 5/7/16 su EuroTLX ed i 21 titoli negoziati sul MOT otteniamo una volatilità media pari al 6,3%.[123] (Tabella 19)

NOTA

123 Fonte dati Bloomberg, media semplice sul dato di volatilità annua giornaliera.

4.d.2 Azioni Ordinarie

I titoli azionari sono di norma identificati, come categoria, tra i più rischiosi a causa della loro volatilità e della mancanza di una scadenza. E' inoltre dimostrato che la volatilità di un singolo titolo azionario è di norma maggiore rispetto ad un indice ben diversificato.

Un fattore importante da tenere conto per quanto riguarda le azioni bancarie é la quotazione delle stesse su di un mercato regolamentato. Questa è una condizione necessaria per offrire un livello minimo di liquidità. Sarebbe comunque necessario analizzare la liquidità presente sul mercato borsistico in termini di spread denaro lettera e scambi giornalieri oppure la presenza di un *liquidity provider* designato che possa comunque far fronte alla domanda e offerta proveniente dai risparmiatori. (Tabella 20)

4.d.3 Obbligazioni bancarie subordinate

Il tema obbligazioni subordinate risulta particolarmente sensibile dopo i recenti casi di *bail-in*. Ci sembra giusto ricordare che resta fortemente controversa l'inclusione degli strumenti di debito subordinato tra i prodotti collocabili presso la clientela. La Consob nella comunicazione relativa ai prodotti complessi (n. 0097996/14 del 22/12/2014), seleziona i "prodotti finanziari per i quali, al verificarsi di determinate condizioni o su iniziativa dell'emittente, sia prevista la conversione in azioni o la decurtazione del valore nominale" fra le tipologie di prodotti complessi per le quali raccomanda che "non siano consigliate né distribuite in via diretta (nell'ambito di servizi esecutivi, assistiti o meno da quello di consulenza) alla clientela *retail*". Tale fattispecie richiama prevalentemente le obbligazioni

Indice sintetico per questa tipologia = 22 - Rischio elevato

	Livello di Rischio			
Fattore di Rischio	Basso	Medio	Alto	Note
Volatilità Annua Livello Punteggio			Sopra il 15% 9	*Misurato dalla Standard deviation*
Liquidità Livello Punteggio	Neg. Giorn 1			*Disponibilità prezzi*
Rating Creditizio Livello Punteggio			<BBB- o NR 5	*Rating Medio*
Duration Livello Punteggio			Duration > 10 3	*In anni*
Leva Livello Punteggio	Nessuna 1			*Rispetto al capitale investito*
Diversificazione Livello Punteggio			3 3	*Si veda tabella successiva*

Tabella 20

Indice sintetico per questa tipologia = 21 - Rischio Elevato				
	Livello			
Fattore di Rischio	Basso	Medio	Alto	Note
Volatilità Annua Livello Punteggio			Sopra il 15% 9	*Misurato dalla Standard deviation*
Liquidità Livello Punteggio	Neg. Giorn Outst >150 1			*Disponibilità prezzi*
Rating Creditizio Livello Punteggio			<BBB- o NR 5 + 1	*Rating Medio*
Duration Livello Punteggio		5 < Dur. ≤ 10 2		*In anni*
Leva Livello Punteggio	Nessuna 1			*Rispetto al capitale investito*
Diversificazione Livello Punteggio			3 3	*Unico emittente*

Tabella 21

convertibili, la descrizione rimarrebbe comunque, da un punto di vista letterale, applicabile anche ai subordinati.[124]

Potrebbe essere preferibile, come accade nel caso dei *minibond,* offrire la possibilità d'investimento alla clientela *retail* tramite veicoli (come i fondi) che consentono quanto meno una diversificazione tra emittenti.

Ritornando all'esempio di mappatura prendiamo il caso di un'obbligazione bancaria subordinata con rating BB-, Duration 6, Ammontare emesso >150milioni di Euro, negoziata su EuroTLX .

Per determinare la volatilità trattandosi di un bond di nuova emissione basterebbe guardare emissioni dello stesso emittente con simile scadenza e *seniority* oppure verificare un paniere di emissioni di emittenti con simile rating. Da notare che l'utilizzo di indici dedicati come l'iBoxx € Financials Subordinated (al 6/9/16 YTD 1.753%, mod duration 4,41, e volatilità su 3 anni calcolata giornalmente pari a 2,48%, rating medio BBB, emissione media €1bln. Fonte Markit) potrebbe anche in questo caso non essere la miglior approssimazione dato il basso rating di questa specifica emissione, nonché il basso ammontare emesso. In questo caso prendiamo ancora una media di un paniere di Bond subordinati a tasso fisso, negoziati su MOT ed EuroTLX, *non investment grade* (in tutto 11 titoli), la volatilità annua calcolata al 5 luglio 2016 è pari a 19,6%.[125] (Tabella 21)

Si noti che anche nel caso in cui la volatilità del titolo fosse stata più bassa (tra il 5% ed il 15%) la valorizzazione sarebbe comunque stata a rischio elevato (indice >20). Nel caso di emissione *investment grade* con bassa volatilità il rischio sarebbe stato indicativamente medio (12-15).

Riepilogando, in Tabella 22 le caratteristiche a confronto dei diversi strumenti.

Tipologia	Indice di Rischio
Obbligazione *senior* Non Investment Grade	16 – Sopra la Media
Azione	22 – Rischio Elevato
Obbligazione Subordinata Non Investment Grade	21 – Rischio Elevato

Tabella 22

NOTE

124 Si veda anche Riv. dir. banc., dirittobancario.it, 6, 2016 "Fra opacità e regole tossiche: il ruolo degli scenari probabilistici".

125 Fonte Bloomberg, media semplice sul paniere di titoli, volatilità a 180 giorni pari a 27,2%.

© AIAF-CFASI

Comparazione tra SRI e indice sintetico dell'Università di Singapore

Riassumiamo le differenze tra l'indice SRI e l'indice sintetico della Singapore Management University rispondendo a tre domande.

Domanda 1. Gli indicatori sintetici contengono i principali elementi di rischio?

	SRI	FAJ
Rischio di mercato	Sì	Sì
Rischio di liquidità	Sì in parte	Sì
Rischio di credito	Sì	Sì
Duration	Sì *	Sì
Leva	Sì	Sì
Diversificazione	No	Sì

* Scadenza.

Domanda 2. Il rischio di mercato ha un peso preponderante sull'indice sintetico?

	SRI	FAJ
Peso sull'indice	Il rischio di mercato è quantificato per 3 categorie su 4	La volatilità è 1 su 6 fattori determinanti il *risk factor*
Numero di classi	7	3

Domanda 3. E' un indice utilizzabile anche per i prodotti non complessi (es. obbligazioni *senior*)?

	SRI	FAJ
Vantaggi	Efficacia di comunicazione testata Template di comunicazione e frasi standardizzate. Obbligatoriamente implementato per PRIIP	Distinzione tra grado di rischio e grado di complessità. Prodotti a bassa complessità sono considerati
Svantaggi	Complessità di analisi quantitativa. Non obbligatorio per prodotti NON complessi.	Occorre verifica per calibrazione

CONCLUSIONE

La tutela del risparmiatore è direttamente collegata alla salute del sistema bancario ed in generale a quello economico del Paese. La fiducia che i risparmiatori ripongono verso il sistema è, a sua volta, funzione della qualità del servizio che ricevono. Negli anni, pratiche di *mis-selling* (collocamento di prodotti non adeguati o con informazioni parziali e fuorvianti) e di *mis-pricing* (collocamento di strumenti a prezzi non adeguati al reale valore) hanno aumentato la pressione dei regolatori nei confronti degli operatori di mercato.

Migliorando le fonti informative e stimolando la cultura finanziaria degli investitori è possibile ottenere una più alta qualità dei servizi erogati e, attraverso la maggior fiducia dell'investitore, una maggiore stabilità del sistema nel suo complesso. La proposta di aggiungere un documento sintetico (KIID o in futuro quello dedicato ai PRIIPs) ha proprio come obiettivo primario quello di esporre in maniera oggettiva, quantitativa e non discrezionale i rischi (per evitare *mis-selling*) e i costi (per limitare il *mis-pricing*) dei prodotti collocati. Conoscere pochi principi base quali la diversificazione, il rischio mercato ed il rischio di liquidità possono già costituire una buona base di partenza per evitare che le pratiche aggressive attuate da pochi istituti sui propri clienti si trasformino, in casi estremi, in elementi di rischio del sistema bancario.

Gli indicatori di rischio presentati in questo capitolo non vogliono essere né esaustivi né immodificabili, la finalità è quella di proporre uno strumento che sia:

- Il più possibile oggettivo
- Facilmente calcolabile
- Facilmente comprensibile
- Che consenta di confrontare il rischio di differenti strumenti emessi e collocati da diverse istituzioni finanziarie.

L'utilizzo di un indicatore sintetico di rischio può, quindi, aiutare l'investitore non solo a comprendere in maniera più immediata il rischio legato all'investimento ma può essere anche una sorta di campanello d'allarme che suggerisca al risparmiatore di informarsi meglio sui rischi e sulle caratteristiche del prodotto. Prendendosi più tempo nello studio del prodotto e magari in una lettura più attenda del prospetto informativo.

Ricordiamo inoltre che l'aggiornamento continuo delle informazioni presentate al momento della vendita al cliente è un aspetto fondamentale. Le condizioni di mercato possono velocemente trasformare uno strumento a basso rischio in uno a rischio elevato. Dovrebbe essere uno degli aspetti primari per un intermediario mantenere costantemente informato il proprio cliente anche al fine di valutare l'adeguatezza dell'investimento nel continuo.

© AIAF-CFASI

BIBLIOGRAFIA

- ABI – Comunicato Stampa "*Che cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie*"
- ABI – *Definizione dei fondi propri e gestione dei rischi*
- Banca d'Italia – *Conti finanziari* numero 39
- Banca d'Italia – *Informazioni sui detentori di obbligazioni subordinate*
- Banca d'Italia – *La ricchezza delle famiglie italiane anno 2014*
- Bank for International Settlements – *Assessing the economic costs and benefits of TLAC implementation*
- Barclays – Italian Banks: no pain, no gain, but still hope. Fabio Fois
- Barclays – Shifting focus to MREL. Christy Hajiloizou, Koen Gheeraert
- CMS - PRIIPs Key Information Document. Will Dibble, Michael Cavers
- Consob – Comunicazione 9019104 del 2 marzo 2009: *Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi*
- Consob – *Comunicazione sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti retail*
- Consob – Documento di consultazione "*Principi guida sulle informazioni chiave da fornire ai clienti al dettaglio nella distribuzione di prodotti finanziari*"
- Consob – *Indagine conoscitiva sulle condizioni del sistema bancario e finanziario italiano e la tutela del risparmio, anche con riferimento alla vigilanza, la risoluzione delle crisi e la garanzia dei depositi europee*
- Consob - *La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*. N. Linciano, P. Soccorso
- Consob – *Q&A su comunicazione 97996/14*
- David Mayes – The funding of resolution
- EBA – *Recovery plan scenarios – comparative report*
- EBA – Risk Dashboard
- Esma – *Press release 2016/903: ESMA Reminds firms of responsibilities when selling bail-in securities*
- Esma, EBA, Eiopa – *Final Draft regulatory technical standards JC 2016 21*
- Esma, EBA, Eiopa - JOINTFINAL Draft ImplementingTechnical Standards JC 2015 067
- European Commission – Memo: EU Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD): Frequently Asked Questions
- FCA – *The Financial Conduct Authority's response to the European Commission's call for evidence on the EU regulatory framework for financial services*
- Financial Analyst Journal V71 N6 - *A Risk- and Complexity-Rating Framework for Investment Products*. Benedict S.K. Koh, Francis Koh, David Lee Kuo Chuen, Lim Kian Guan, David Ng, and Phoon Kok Fai.
- Financial Stability Board – *Financial stability review*, may 2015
- Financial Stability Board – *Historical Losses and Recapitalisation Needs*
- Financial Stability Board - *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*
- Financial Stability Board - *Second Thematic Review on Resolution Regime*
- FSA – Ps 13/3: *The FCA's use of temporary product intervention rules*
- FSMA – *Moratorium on the distribution of particularly complex structured products*
- International Monetary Fund – *From Bail-out to Bail-in: Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions*
- Journal of Political Economy - *Optimal Financial Knowledge and Wealth Inequality*. Annamaria Lusardi, Pierre-Carl Michaudz, and Olivia S. Mitchell
- Mathias Dewatripont - *The Banking Crisis and Its Regulatory Response in Europe*
- Moody's - *European Bank Ratings To ReflectReduced Probability of GovernmentSupport*
- *Movement for risk transparency - Response to the Consultation by EBA,* EIOPA and ESMA on the *Discussion Paper (JC/DP/2015/01) on "Risk, Performance Scenarios and Cost Disclosures in Key Information Documents for Packaged Retail and Insurance-*based Investment Products"

- OECD – *PISA Risultati Pisa 2012: alfabetizzazione finanziaria*
- Paola Musile Tanzi – *Come cambia la governance dei prodotti finanziari complessi*
- RMStudio – Discussion paper n.1 "*indicators recovery plan*"
- RMStudio – Discussion paper n.5 "*Studio preliminare di impatto sui costi bancari della nuova direttiva BRRD sulle crisi bancarie*"
- Single Resolution Board – *The Impact of SupervisoryReformon the Banking Sector. Dominique Laboureix*
- Standard & Poor's – *Financial literacy around the world*
- Standard & Poor's –*The Rating Implications Of The Emerging Bank Resolution Frameworks* In The U.K., Germany, Austria, And Switzerland
- US Department of the treasury – *Financial regulatory reform: a new foundation*
- Willis Towers Watson – *Packaged retail and insurance based investment products (PRIIPs): Making the complex simple*
- World Bank – *Bank resolution and "bail-in" in the EU: selected case studies pre and post BRRD*

 © AIAF-CFASI

CONTRIBUTORI

Michele Carnovale

Socio AIAF, Consulente in Finanza d'Impresa, si occupa di Finanza Straordinaria sulle PMI in Banca IMI. Laureato in Economia delle Istituzioni e dei Mercati Finanziari presso l'Università degli Studi di Siena ha conseguito il Master in Merchant Banking presso l'Università LIUC di Castellanza. In precedenza è stato *Investment Manager* del Fondo Atlante *Private Equity e Risk Analyst* in IMI Investimenti.

Elisa Coletti

Responsabile dell'analisi del settore bancario nella Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo. In precedenza ha lavorato nella *Credit Research* come analista banche, è stata responsabile dell'Analisi strategica e di posizionamento di Banca Intesa e responsabile degli Studi di Ambroveneto. Dal 2014 è professore a contratto di Economia Monetaria all'Università dell'Insubria. Ha svolto attività di docenza presso la Facoltà di Scienze bancarie, finanziarie e assicurative dell'Università Cattolica. Autrice di pubblicazioni su temi bancari, è membro del Comitato di Ricerca dell'Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa. Si è laureata con lode in Scienze Statistiche ed Economiche all'Università di Padova.

Salvatore Cozzolino

Socio AIAF, dal 2013 lavora presso la Direzione Pianificazione, ALM Strategico e Capital Management di Intesa Sanpaolo. In precedenza ha lavorato come *Equity&Derivatives Proprietary Trader* presso Intesa Sanpaolo, Caboto Holding e Banco Ambrosiano Veneto, nonché come private banker presso Banca Fideuram fino al 1992. Collabora come consulente per testate di informazione economica e finanziaria. E' laureato in Scienze Bancarie ed Assicurative.

Paolo Guida, CFA

Vice Presidente e Socio Onorario AIAF, Responsabile dell'Ufficio *Retail Research* della Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo. Laureato con lode in Economia all'Università Federico II di Napoli, ha un Master in *Economics* all'Università Bocconi di Milano e una Specializzazione in Economia Finanziaria all'Università Bocconi in collaborazione con la London Business School. Ha iniziato nel 1997 all'ufficio studi del Credito Italiano come economista sull'Italia e poi sull'area euro. Dal 2005 al 2007 è stato responsabile dell'Analisi Macroeconomica e della Strategia di Mercato del Dipartimento di Ricerca di Banca IMI.

Denis Manzi, CFA

Inizia la sua attività professionale nel 2007 presso Banca di San Marino S.p.A. dove lavora tuttora ricoprendo il ruolo di responsabile per le Gestioni Patrimoniali. Dal 2015 è membro del consiglio di amministrazione della SICAV di diritto Lussemburghese Fagus Multimanager, con delega alla gestione di portafoglio del comparto International Bond. Denis, dopo avere conseguito la laurea in informatica all'Università di Bologna, ha superato l'esame per l'iscrizione all'Organismo dei Consulenti Finanziari Italiani, ha conseguito la certificazione EFA promossa da Efpa Italia ed è CFA charterholder dal 2013.

Serena Marchesi

Socio AIAF, Laureata in Economia Politica all'Università Bocconi di Milano, ricopre attualmente il ruolo di Analista finanziario Fixed Income all'interno Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo. In precedenza aveva lavorato in Banca IMI ove si era occupata di gestioni patrimoniali ed emissioni di obbligazioni societarie sul mercato primario e aveva anche svolto attività di *rating advisory*. Docente ai corsi AIAF.

Angelo Meda, CFA

CIPM, dal 2010 Responsabile azionario e gestore presso BANOR SIM, società di gestione indipendente con oltre 5 miliardi di masse in gestione. In precedenza ha lavorato a partire dal 2003 come analista finanziario presso Ribofin e Unicredit Banca Mobiliare. E' laureato in Economia Aziendale presso l'Università Bocconi in Milano, CFA charterholder dal 2007 e ha ottenuto la certificazione CIPM nel 2012.

Laura Oliva

Ceo & Co-founder di eKuota.com, FinTech per il Risk Manangement. Laureata presso l'Università Luigi Bocconi di Milano, ha una esperienza più che decennale sui mercati dei capitali. E' stata Responsabile Debt Capital Markets nel gruppo Allianz, ha lavorato per banche d'affari italiane ed estere. Fa parte di CFA Society Italy (CFASI) e serve come volontaria nell'Advocacy group.

Martino Panighel, CFA

Analista Finanziario e consulente in finanza d'impresa, è Senior Manager di ADVAM Partners SGR. Da ottobre 2016 è Professore a Contratto di Gestione Dinamica del Rischio all'Università Ca' Foscari di Venezia. E' laureato in Banca e Finanza all'Università di Padova e iscritto all'Albo Unico dei Consulenti Finanziari.

Federico Reggianini, CFA

Consegue la laurea magistrale in Economia Aziendale nel 2006 e dopo un periodo presso l'Italian Desk in Sanpaolo IMI a New York prosegue la sua attività in Banca di Bologna a Bologna dove ora ricopre il ruolo di responsabile del Desk Finanza. CFA charterholder dal 2015.

Monica Romanin, CFA

Collabora come Consulente con Ernst & Young Financial-Business Advisors. Laureata in Economia e Commercio presso l'Università Ca' Foscari di Venezia ha lavorato come Analista Finanziario e Gestore di Fondi d'Investimento per il gruppo Intesa Sanpaolo e per Crédit Agricole Asset Management.

© AIAF-CFASI

Francesco Rossi, CFA

MPhil, Gestore di portafogli presso Fideuram Investimenti SGR. E' laureato in Economia e Legislazione per l'Impresa all'Università Commerciale Luigi Bocconi, e ha conseguito un MPhil in Banking & Finance presso la M. Smurfit School of Business, UCD, Blackrock.

Giancarlo Sandrin, CFA

Director BlackRock, Head of Asset Manager Clients Italy – ETF & Index Investments. Laureato in Economia presso l'Università Bocconi ha iniziato la sua carriera in Goldman Sachs, dal 2001 è stato relationship manager presso il gruppo Unicredit, successivamente ha lavorato in HSBC Asset Management dove seguiva la clientela istituzionale. Dal 2008 segue gli asset manager italiani per iShares. Dal 2016 è anche Presidente di CFA Society Italy.

Fabio Sposini

Socio AIAF, Laureato in Economia e management e in Sociologia presso l'Università degli studi d'Urbino, diplomato Excutive MBA presso Università Luiss, iscritto all'Ordine dei dottori commercialisti ed esperti contabili di Perugia e Revisore Legale. Attualmente svolge la professione di consulente d'impresa in finanza d'impresa e controllo di Gestione, operazioni straordinarie e valutazione d'azienda. Ricopre la carica di consigliere indipendente e svolge l'attività di Collegio Sindacale e revisore legale.

AIAF Associazione Italiana degli Analisti e Consulenti Finanziari
Corso Magenta, 56
20123 Milano
Per informazioni: info@aiaf.it

CFA Society Italy e CFA Italia Srl
Via Borgazzi, 2
20122 Milano

Per informazioni: info@cfasi.it