Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

OSSERVATORIO MONETARIO 2-2022

La regolamentazione finanziaria: problemi aperti

Codice ISSN: 1592-5684

La regolamentazione finanziaria: problemi aperti

maggio 2022

Autori del presente rapporto sono: Angelo Baglioni (Coordinatore), Giulio Anselmi, Andrea Cardani, Elisa Coletti, Doriana Cucinelli, Guido Faltoni, Laura Nieri, Elio Novembre, Andrea Perrone, Giovanni Petrella, Stefano Patruno, Stefano Piserà

Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:
Marco Lossani (Direttore LAM), Angelo Baglioni, Alberto Banfi, Andrea Boitani, Massimo Bordignon, Domenico Delli Gatti, Piero Giarda, Vittorio Emanuele Parsi

Laboratorio di Analisi Monetaria – Università Cattolica del Sacro Cuore:
Segreteria: Barbara Caprara
Via Necchi, 5 - 20123 Milano
tel. 02-7234.2487 - laboratorio.monetario@unicatt.it - LAM

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:
Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Largo A. Gemelli, 1 - Milano
Segreteria: Via Necchi, 5 - Milano – tel. 02-72342472 - www.assbb.it

INDICE

INTRODUZIONE pag. 1

1. **OLTRE BASILEA III: L'EVOLUZIONE DELLA REGOLAMENTAZIONE PRUDENZIALE SUL RISCHIO DI CREDITO – Doriana Cucinelli, Laura Nieri, Elio Novembre, Stefano Piserà** pag. 3
1. Basilea III: luci ed ombre 3
2. Le regole finali di Basilea III e la proposta europea (il c.d. Banking Package 2021) 8
3. L'impatto dell'applicazione delle regole finali di Basilea III 11
4. L'evoluzione di patrimonializzazione, rischiosità e redditività di un campione di banche europee 14
5. Le esigenze di maggior capitalizzazione e la gestione strategica del capitale 24

2. COMPLETAMENTO DELLA BANKING UNION E RIFORMA DEL FRAMEWORK DI GESTIONE DELLE CRISI – Elisa Coletti, Guido Faltoni, Stefano Patruno 28
1. Premessa 28
2. Il punto su MREL 30
3. Il pacchetto legislativo sulla gestione delle crisi bancarie 39
4. Aiuti di Stato alle banche 42
5. European Deposit Insurance Scheme 45
6. La frammentazione del mercato bancario europeo: le questioni home/host 50
7. Verso il completamento dell'Unione bancaria: una roadmap 52
8. Conclusioni 54

3. IL RATING ESG: DINAMICA TEMPORALE E SPAZIALE, DIVERGENZE DI OPINIONI TRA PROVIDER ED EFFETTI SUI RENDIMENTI AZIONARI – Giulio Anselmi, Giovanni Petrella 56
1. Il rating ESG: definizione e recenti evidenze empiriche 58
2. Il campione e le modalità di costruzione dei rating ESG considerati 60
3. L'andamento dello score ESG e delle sue componenti 62
4. Le determinanti dello score ESG e delle sue componenti 67
5. I rendimenti azionari e lo score ESG 67
6. La divergenza di opinioni tra rating providers 69
7. Conclusioni 75

4. SERVIZI DI INVESTIMENTO E FINANZA SOSTENIBILE. LE CONSEGUENZE NON VOLUTE DELLA RECENTE DISCIPLINA EUROPEA – Andrea Cardani, Andrea Perrone 84
1. Il piano di azione della Commissione Europea sulla finanza sostenibile 84
2. Il quadro giuridico di riferimento 85
3. La disciplina dei servizi di investimento 85
4. Alcune possibili implicazioni 86
5. I rischi dei prodotti finanziari sostenibili 86
6. La tutela degli investitori 87

INTRODUZIONE

Angelo Baglioni♦

Questo numero di *Osservatorio Monetario* (n.2/2022) affronta alcuni temi relativi alla regolamentazione bancaria e finanziaria, di particolare interesse per le implicazioni che essi avranno nel prossimo futuro nella gestione degli intermediari. Il primo tema è quello della finalizzazione e applicazione degli accordi di Basilea sul capitale. Il secondo è il completamento dell'Unione bancaria, che investe diversi aspetti: la gestione delle crisi e gli aiuti di Stato, il requisito MREL, lo schema europeo di assicurazione dei depositi. Il terzo è la elaborazione dei rating ESG, destinati a giocare un ruolo rilevante nella misurazione del rischio di sostenibilità, anche al fine dei requisiti prudenziali. Infine, si esaminano alcuni effetti collaterali delle nuove regole sugli investimenti sostenibili.

Numerosi studi hanno evidenziato le debolezze dell'approccio basato sui modelli interni (IRB) nella determinazione dell'attivo ponderato per il rischio, utilizzato per il calcolo del requisito patrimoniale a fronte del rischio di credito. Oltre alla complessità e opacità dei modelli interni, è stata sottolineata la difficoltà di comparare i modelli utilizzati dalle diverse banche. I modelli interni prestano il fianco anche a possibilità di arbitraggio regolamentare e manipolazione. Per questi motivi, il Comitato di Basilea (BCBS) ha pubblicato nel 2017 le "regole finali" di Basilea III, che si propongono di superare tali debolezze, introducendo limitazioni all'utilizzo dei modelli interni e l'*output floor*. Il *Banking Package*, proposto dalla Commissione europea nell'Ottobre scorso, recepisce la proposta del BCBS e la adatta al contesto europeo. Le regole finali di Basilea verranno implementate a partire dal 2025 ma diventeranno pienamente operative tra dieci anni. Il prevedibile impatto delle regole finali, in termini di maggiore richiesta di capitale regolamentare, è assai differenziato per dimensione degli intermediari: le banche più grandi, che fanno maggiore uso dei modelli interni, sono le più colpite. Nel confronto tra paesi, le banche italiane risultano relativamente meno colpite di quelle tedesche, francesi e olandesi.

Il primo capitolo del nostro rapporto presenta un'analisi empirica, basata sui bilanci di 190 gruppi bancari europei. Dall'analisi emerge, tra l'altro, che nel decennio 2010-2020 le banche IRB (che usano i modelli interni) hanno registrato una redditività maggiore delle banche SA (che usano il metodo standard). Le banche IRB sembrano avere una maggiore capacità di selezionare i mutuatari e di prezzare i prestiti, nonché di gestire i costi legati alle rettifiche sul credito e quelli operativi. Questo contribuisce a spiegare perché le banche IRB riescano a beneficiare di un risparmio relativo al calcolo dell'attivo ponderato per il rischio e, conseguentemente, in termini di patrimonio regolamentare. Peraltro, la politica creditizia delle banche IRB sembra essere maggiormente pro-ciclica: esse tendono a ridurre di più il credito alle imprese e alle famiglie, se paragonate alle banche SA, nei periodi di crisi e nei confronti dei clienti più rischiosi.

L'Unione bancaria europea, a dieci danni dal suo lancio, rimane ancora un progetto incompiuto. Progressi importanti sono stati fatti sia a livello istituzionale (con la creazione del *Single Supervisory Mechanism* e del *Single Resolution Board*) sia da parte dei gruppi bancari europei, con gli sforzi per costituire ingenti riserve di capitale e strumenti assoggettabili, in caso di crisi, a *bail-in*. I pilastri della risoluzione bancaria e dell'assicurazione dei depositi rimangono però incompleti. Il regime di gestione delle crisi mal si presta ad essere applicato agli istituti bancari di medie e piccole dimensioni, creando così un vuoto

♦Università Cattolica del Sacro Cuore

normativo a livello europeo. Lo schema europeo di assicurazione dei depositi è rimasto bloccato, per motivi più politici che tecnici, nelle discussioni legislative. Le discussioni sui tavoli europei sono riprese di recente con l'obiettivo di trovare una soluzione al completamento dell'Unione bancaria, che attraverso alcune fasi predefinite porti a compimento i temi rimasti aperti (*roadmap*). Il secondo capitolo di *Osservatorio Monetario* approfondisce queste problematiche e i legami tra di esse, fornisce un aggiornamento sui progressi fatti e dà una prospettiva di medio periodo sugli sforzi ancora da compiere.

Le iniziative regolamentari e di vigilanza che fanno riferimento ai rischi ESG sono sempre più numerose. Tra di esse, ricordiamo il fatto che la Bce ha inserito il rischio ambientale tra le priorità di vigilanza per il triennio 2022-2024. La Banca d'Italia ha diffuso ad aprile 2022 un primo insieme di aspettative di vigilanza in merito all'integrazione dei rischi climatici e ambientali nel *risk management framework* e nella *disclosure* degli intermediari bancari e finanziari. I rating ESG costituiscono un input primario per il metodo dell'esposizione (*exposure method*) identificato dall'EBA per la valutazione del rischio ESG a cui sono esposte le banche. I rating ESG sono utilizzati da un'ampia gamma di investitori per tenere conto dei rischi di sostenibilità nell'ambito delle proprie strategie di investimento; essi hanno pertanto un impatto sempre più importante sul funzionamento dei mercati dei capitali e sulla fiducia degli investitori nei prodotti finanziari sostenibili.

Il terzo capitolo di OM esamina i rating ESG attribuiti da due provider, Refinitiv e Bloomberg, alle società quotate in Europa e negli Stati Uniti nel periodo 2010-2020. Dall'analisi emerge che lo *score* ESG delle azioni quotate è aumentato sensibilmente nel tempo sia in Europa sia negli Stati Uniti, con i titoli europei più virtuosi sotto il profilo ambientale e sociale e quelli statunitensi sotto quello della *governance*. Le società con *score* ESG più elevato sono caratterizzate da maggiore dimensione, minore rischio di credito e minori rendimenti azionari. La divergenza di opinioni tra provider sullo *score* ESG complessivo è risultata stabile nel mercato europeo ed è aumentata nel mercato statunitense. Per quanto riguarda le singole componenti (E, S e G), in entrambi i mercati si osserva un'ampia divergenza di opinioni sulla *governance* e una divergenza crescente nel tempo per la componente sociale. Un'ampia divergenza di opinioni sullo *score* ESG non favorisce un corretto *pricing* del rischio collegato. Essa inoltre indebolisce il collegamento tra le preferenze ESG degli investitori e le performance di rendimento delle azioni con migliori metriche ESG. D'altra parte, la divergenza di opinioni può stimolare approfondimenti da parte degli investitori ed evitare un eccesso di affidamento (*over-reliance*) sul rating.

Nel contesto del piano di azione per la finanza sostenibile della Commissione Europea, la disciplina dei servizi di investimento è stata modificata per riorientare le scelte degli investitori verso obiettivi di sostenibilità. Ragionevolmente destinate ad aumentare la domanda di prodotti finanziari sostenibili, le nuove regole risultano esposte a possibili conseguenze non volute. Il quarto capitolo individua alcuni rischi specifici dei prodotti finanziari sostenibili, che le strategie normative in favore della finanza "verde" finiscono per incrementare. Per questo motivo, la consulenza finanziaria acquista un ruolo particolarmente importante per la tutela dell'investitore.

1. OLTRE BASILEA III: L'EVOLUZIONE DELLA REGOLAMENTAZIONE PRUDENZIALE SUL RISCHIO DI CREDITO

Doriana Cucinelli, Laura Nieri, Elio Novembre, Stefano Piserà♦

- *Il documento "Finalising Basel III" - pubblicato dal Comitato di Basilea nel 2017 e ripreso dalla Commissione Europea nel 2021 con il c.d. Banking Package - si propone in primis di aumentare la comparabilità dei requisiti patrimoniali, riducendo la variabilità determinata dall'uso di modelli interni IRB e aumentando la sensibilità dell'approccio standard.*
- *Tali novità riducono per certi versi il risparmio patrimoniale spesso associato ai modelli interni IRB riducendo così gli incentivi al loro utilizzo.*
- *L'analisi empirica svolta in questo capitolo evidenzia peraltro che le banche che adottano modelli IRB si caratterizzano altresì per migliori performance reddituali, qualità del portafoglio crediti ed efficienza operativa.*
- *Per queste banche, così come per quelle che adottano l'approccio standard, le novità regolamentari impongono tuttavia un'attenta riflessione sulla gestione del capitale e sulla sua allocazione strategica e in ultima analisi sulla sostenibilità dei loro modelli di business.*

Il presente capitolo si propone di ripercorrere l'evoluzione della regolamentazione prudenziale sul rischio di credito soffermandosi sulle più recenti proposte di modifica formulate a livello europeo a fine 2021. Tale analisi si propone in primo luogo di evidenziare pregi e limiti legati ai diversi approcci per la misurazione del rischio di credito, segnatamente l'approccio standard (SA) e quello basato sui modelli di rating interni (IRB), e di effettuare una prima valutazione dell'impatto delle nuove regole prudenziali in termini di necessità di maggiore patrimonializzazione. In secondo luogo, viene svolta una dettagliata analisi empirica su un campione di 190 gruppi bancari europei per individuare le dinamiche patrimoniali, creditizie e reddituali di queste due categorie di banche e per verificare se la scelta dell'approccio SA ovvero IRB ha effetto sulla redditività e rischiosità della banca. Il capitolo si chiude con una riflessione sui temi del capital management e sulle azioni necessarie per fronteggiare le maggiori necessità di patrimonializzazione imposte dal contesto regolamentare ed economico.

1. Basilea III: luci ed ombre

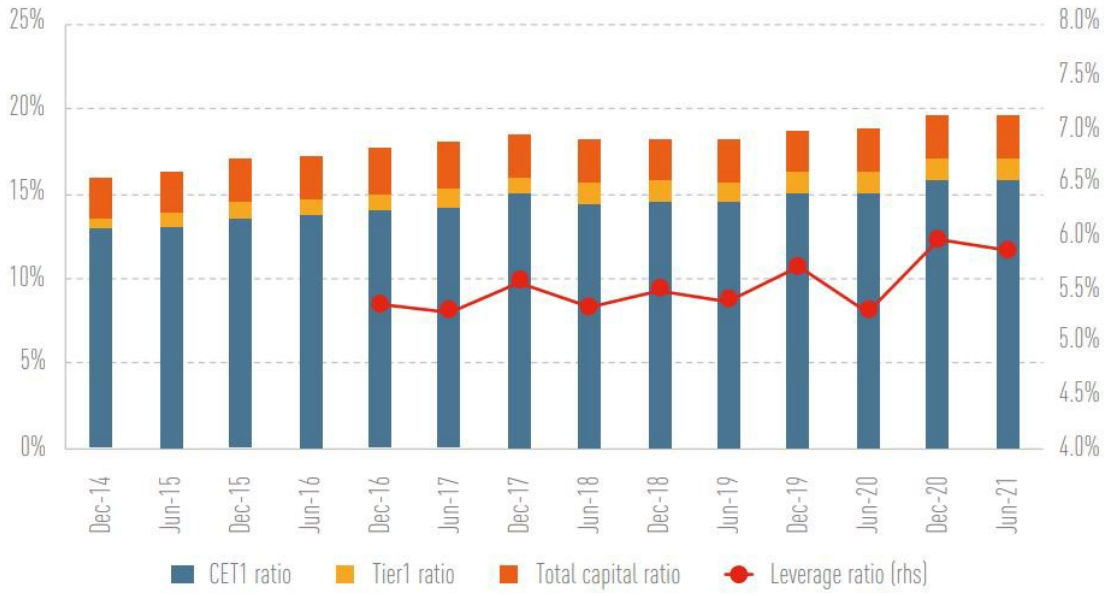
1.1. Le luci: un sistema bancario più resiliente

La crisi finanziaria iniziata nel 2008 ha messo in luce le debolezze del sistema bancario internazionale. Proprio a seguito di tale crisi è stato avviato un processo di revisione regolatorio al fine di rafforzare il sistema bancario soprattutto sotto il profilo patrimoniale. I principali documenti riformatori scaturiti da Basilea III sono: a) nel 2013, la Capital Requirements Regulation (CRR) e la Capital Requirements Directive (CRD) IV e b) nel 2019, il CRR II e la CRD V. Questi ultimi due documenti hanno il principale obiettivo di incrementare e migliorare la qualità del capitale regolamentare delle banche al fine di rafforzare la stabilità del sistema nel suo complesso e rendere le banche in grado di affrontare in modo più adeguato i propri rischi.

Tali regole più stringenti hanno avuto un effetto positivo sul livello di capitalizzazione delle banche. Infatti, nel corso dell'ultimo decennio, il Total Capital Ratio delle banche europee è passato dal 15.9% nel 2014 al 19.6% a fine 2021 (FIG. 1).

♦Università di Parma (Doriana Cucinelli), Università di Genova (Laura Nieri e Stefano Piserà), PwC (Elio Novembre)

FIG. 1 – Evoluzione dei requisiti patrimoniali delle banche europee

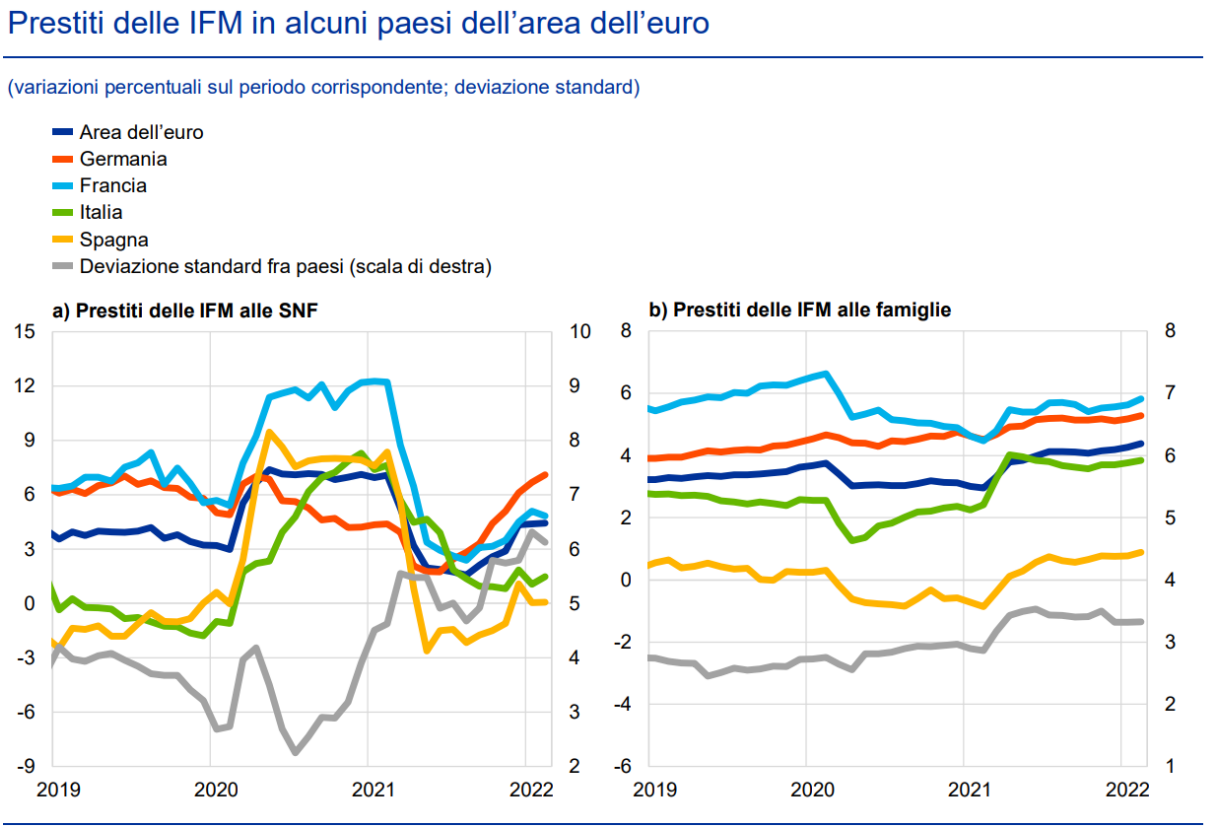


Fonte: Risk Assessment of the European Banking System (EBA, 2021)

Il miglioramento degli indicatori di patrimonializzazione delle banche europee è in parte conseguenza del miglioramento della qualità del portafoglio creditizio delle banche. Infatti, successivamente al 2015, anno in cui si è osservato il picco dei crediti deteriorati, questi sono tornati a decrescere grazie sia alle migliori condizioni macroeconomiche, sia alle politiche di gestione del credito deteriorato intraprese dalle banche. Inoltre, a partire già dal 2008, si è assistito ad un aumento delle riserve per crediti problematici che ha conseguentemente portato a un miglioramento dei tassi di copertura di questi crediti. Tali interventi sulla gestione del credito deteriorato sono il risultato delle numerose linee guida e delle nuove regole per la gestione del credito che sono state pubblicate dai regolatori e dai supervisori internazionali nel corso dell'ultimo decennio.

Durante gli ultimi due anni, l'economia europea è stata messa a dura prova dalla crisi pandemica iniziata nel marzo del 2020. Tuttavia, a differenza di quanto avvenuto nel 2008, quando la crisi derivava proprio dal sistema bancario, la crisi sanitaria ha visto le banche come protagoniste nel sostenere le imprese e le famiglie con l'erogazione di nuovo credito soprattutto a sostegno delle imprese (FIG. 2).

FIG. 2 - Prestiti alle famiglie e alle imprese prima e durante la pandemia



Fonte: BCE.
Note: il dato sui prestiti è corretto per cessioni e cartolarizzazioni; nel caso delle società non finanziarie, il dato sui prestiti è corretto anche per il notional cash pooling. La deviazione standard fra paesi è calcolata su un campione fisso di 12 paesi dell'area dell'euro. Le ultime osservazioni si riferiscono a febbraio 2022.

Fonte: Bollettino Economico BCE, n.3 Aprile 2022

1.2. Le ombre. I limiti degli Accordi di Basilea II e III

Nonostante i sostanziali passi avanti fatti dal sistema bancario dopo la crisi dei mutui subprime, nel corso degli anni ci si è resi conto che le regole di Basilea III potevano essere ulteriormente migliorate. Già a partire dal 2015 il Comitato di Basilea (Basel Committee on Bank Supervision - BCBS) ha prodotto nuovi documenti con l'obiettivo di rivedere i concetti di trasparenza delle misure di rischio e migliorare la comparabilità del quadro regolamentare a livello internazionale. Successivamente, a Novembre 2016, la Commissione Europea ha pubblicato una proposta di modifica per le due principali fonti normative (CRR II e CRDV). In effetti, l'Accordo di Basilea III si è focalizzato principalmente sul rafforzare i requisititi patrimoniali e sul porre maggiore attenzione sui rischi di secondo pilastro come il rischio di liquidità. Minori sono state le novità in materia di rischio di credito, le cui regole sono rimaste sostanzialmente le stesse previste dall'Accordo di Basilea II.

Come si ricorderà, quest'ultimo infatti aveva apportato sostanziali novità rispetto al precedente Accordo, inserendo il concetto di attivo ponderato per il rischio e individuando due approcci per la valutazione del rischio di credito ben distinti tra

loro: l'approccio standard (SA) e l'approccio internal rating based (IRB). L'introduzione di un modello basato su rating interni aveva l'obiettivo di incrementare la sensibilità al rischio e aumentare la solidità dei requisiti di capitale, promuovere pratiche di risk management più rigorose, e ridurre le possibilità di arbitraggio da parte delle banche, allineando così le prospettive manageriali con quelle di vigilanza (BCBS, 2006). Al fine di promuovere il passaggio dal modello standardizzato al modello IRB, l'Accordo di Basilea II assicurava un livello di capitale regolamentare inferiore se calcolato con il secondo modello[1].

Tuttavia, negli anni successivi, si è sviluppato un acceso dibattito sui modelli IRB e sulla necessità di apportare delle modifiche regolamentari sull'utilizzo di tali modelli.

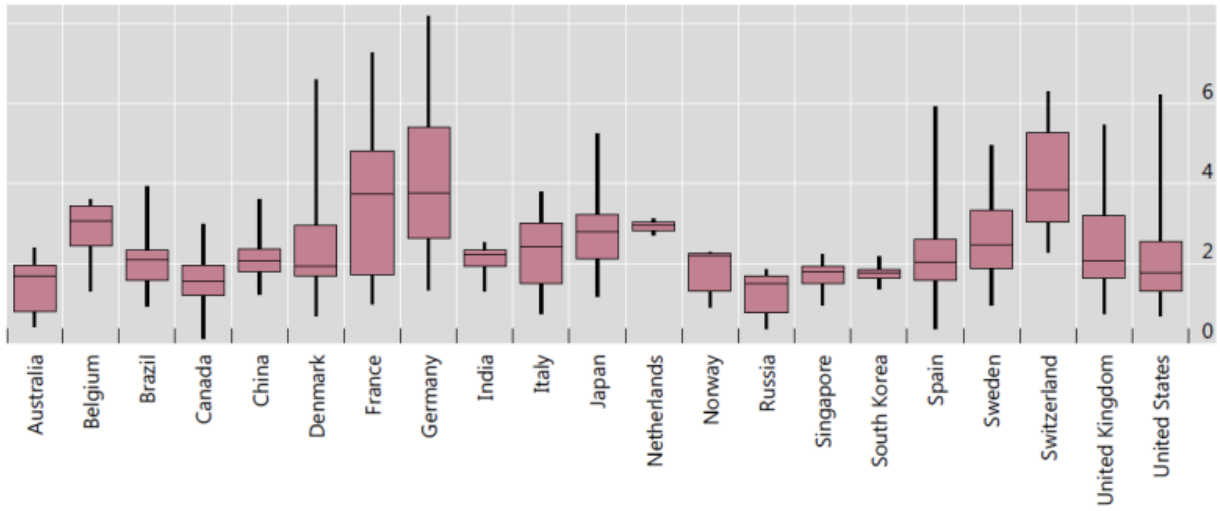
Oltre a soffermarsi sulla complessità dei modelli e la difficoltà di comparare i modelli implementati dalle diverse banche, rendendo difficile anche esprimere un giudizio sulla capacità di questi modelli di ottenere risultati migliori rispetto ai modelli standard in termini di quantificazione del rischio di credito (Arroyo et al., 2012; Cannata et al., 2012), numerosi studi si sono soffermati sulla relazione tra utilizzo di modelli IRB e incentivo all'arbitraggio regolamentare con possibilità di manipolazione dei requisiti regolamentari (si vedano tra gli altri, Mariathasan e Merrouche, 2014; Montes et al., 2018; Barucchi e Milani, 2018; Ferri e Pesic, 2017).

In generale questi studi hanno evidenziato una relazione negativa tra utilizzo di modelli IRB e la c.d. RWA density – calcolata come rapporto tra il Totale delle esposizioni ponderate per il rischio (Total Risk-weighted Exposure Amount -TREA) e il Totale attivo -, suggerendo un maggior risparmio in termini di risk weighted asset (RWA), a parità di altre condizioni, per le banche con modelli avanzati rispetto alle banche che adottano modelli standardizzati. In particolare, Barucchi e Milani (2018) mostrano che l'utilizzo di modelli IRB permette di manipolare le ponderazioni e che queste ultime sono maggiormente sottostimate in caso di prestiti erogati sul mercato domestico e prestiti rivolti al segmento corporate e retail piuttosto che a prestiti rivolti ai settori istituzionali. Inoltre, gli autori sottolineano che la manipolazione sembra essere maggiore per i modelli IRB avanzati rispetto ai modelli IRB foundation.

Anche una recente analisi di BIS (2020) conferma l'estrema variabilità degli RWA ottenuti dall'applicazione dei modelli IRB. In particolare emerge come i valori del rapporto tra gli RWA impliciti nel mercato - calcolati utilizzando i dati annuali della frequenza dei default attesi dalle banche prodotta dal modello KMV di Moody's - e gli RWA regolamentari siano molto disomogenei in un confronto tra paesi e all'interno dei singoli paesi. A ciò si aggiunge che per numerosi paesi, tra cui l'Italia, il valore di questo rapporto è superiore a 2 (che è il valore mediano) indicando che il coefficiente di ponderazione implicito nelle stime di mercato è superiore di due volte ai coefficienti ottenuti tramite gli IRB regolamentari (v. FIG. 3).

[1] BIS, Consultative Document "The Internal Ratings-Based Approach" Supporting Document to the New Basel Capital Accord, Issued for comment by 31 May 2001, January 2001

FIG. 3 – Rapporto tra RWA impliciti nelle valutazioni di mercato e RWA regolamentari
Variability Ratio by country: 2001-2016



Fonte: "Variability in risk-weighted assets: what does the market think?", BIS, 2020.

Tra le determinanti di tale variabilità l'analisi svolta da BIS (2020) individua: i) la presenza di asimmetrie e opacità delle informazioni in quanto le banche possono avere maggiori informazioni rispetto al mercato con riferimento al rischio degli asset che stanno valutando; ii) differenze nel risk assesment e cioè, dato un certo numero di informazioni, i partecipanti al mercato possono mostrare una maggiore o minore avversione/propensione al rischio rispetto alle banche. Inoltre, le valutazioni di mercato possono incorporare fattori diversi come, ad esempio, la considerazione di alcune banche come too-big-to-fail. Tale considerazione potrebbe portare a una variabilità dei risk weighted assets minore per queste banche; iii) gli effetti legati alle differenze tra giurisdizioni in quanto possono esistere diversità a livello strutturale – legale, fattori istituzionali ecc. – che possono portare a risultati di mercato e regolamentari diversi; iv) manipolazione dei modelli interni da parte delle banche. Tale manipolazione può condurre a delle discrepanze tra gli RWA misurati a valore di mercato e quelli regolamentari.

Tali risultati sono confermati anche da Bohnke et al. (2021) che mostrano come il passaggio da modello standardizzato a modello IRB consente alle banche nel corso degli anni di beneficiare di notevoli risparmi in termini di risk-weighted assets. Per l'Italia, ad esempio, si rileva una riduzione degli RWA pari a 11% e a 32% rispettivamente dopo 5 e 10 anni dall'adozione dei modelli IRB (v. TAB. 1).

TAB. 1 – Variazione della RWA density successiva all'adozione dell'approccio IRB

	Average RWA density			RWA density change (%)	
Country	Quarter of switch	5 years after switch	10 years after switch	5 years after switch	5-10 years after switch
Austria	55.71	52.23	54.79	-6.25	4.91
Belgium	28.69	26.88	24.97	-6.33	-7.11
Denmark	47.58	39.43	35.13	-17.13	-10.92
Finland	33.53	33.00	36.70	-1.56	11.19
France	29.53	27.14	28.43	-8.09	4.75
Germany	44.38	42.93	35.14	-3.27	-18.14
Ireland	63.48	50.24	48.75	-20.87	-2.96
Italy	56.10	50.11	34.18	-10.68	-31.79
Netherlands	44.43	33.36	37.92	-24.92	13.67
Norway	62.94	58.17	54.00	-7.58	-7.17
Spain	60.54	45.77	43.76	-24.40	-4.41
Sweden	41.50	25.15	17.66	-39.39	-29.79
Switzerland	17.45	22.70	30.45	30.13	34.11
UK	40.21	36.14	31.37	-10.11	-13.20
Number of banks	**52**	**48**	**41**		
Average across banks	**46.13**	**40.20**	**36.86**	**-12.84**	**-8.31**

This table provides an overview of the development of average risk-weighted asset (RWA) densities per country after banks started to use the internal ratings-based approach. Comparable to the cross-sectional analysis, we calculate the average RWA density of each bank relative to the quarter of approval $s = 0$. As several banks switch later during our sample period, the number of available banks to calculate the average RWA density decreases.

Fonte: Bohnke et al. (2021)

Un numero più contenuto di studi ha indagato l'effetto positivo che l'utilizzo di modelli IRB ha avuto su altre dimensioni bancarie, come ad esempio la miglior qualità del portafoglio (Cucinelli et al., 2018), la maggior capacità di selezionare i propri mutuatari (Mascia et al., 2016), la maggior capacità di prezzare adeguatamente il finanziamento (Behn et al., 2016). Tali risultati evidenziano che, al di là dell'utilizzo dei modelli IRB per ragioni opportunistiche e cioè ai fini della manipolazione degli RWA e del conseguente risparmio di capitale, l'applicazione di questi modelli permette di migliorare la gestione del credito bancario, sia in termini di qualità del credito che di tassi di interesse applicati.

In conclusione, questa breve rassegna evidenzia l'importanza che le linee di riforma non prevedano esclusivamente un ritorno ai modelli standard, ma che vi sia una revisione dei modelli IRB che possa ridurre la possibilità di arbitraggio della banca e possa al contempo rafforzare ulteriormente il credit risk management. Lungo queste linee si muove il documento "Finalising Basel III[2]", come si vedrà nel prosieguo, si propone di perseguire tali obiettivi.

2. Le regole finali di Basilea III e la proposta europea (il c.d. Banking Package 2021)

A seguito dell'ampio dibattitto sull'efficacia dell'attuale regolamentazione prudenziale, nel 2017 il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria ha pubblicato le cosiddette regole finali di Basilea 3. Tali regole si propongono di superare i limiti sopra illustrati, migliorando in tal modo la resilienza del sistema bancario rispetto a shock esogeni o endogeni, così come la sua capacità di

[22] BCBS, "Basel III: Finalising post-crisis reforms", December 2017

sostenere finanziariamente la crescita dell'economia.
Le principali modifiche individuate dal BCBS comportano essenzialmente:

i) limiti all'utilizzo dei modelli IRB per contenere l'eccesiva variabilità delle ponderazioni per il rischio e al contempo un aumento della sensitività dei modelli standard (SA);

ii) l'introduzione per le banche che utilizzano gli IRB (per qualsiasi tipologia di rischio) del c.d. output floor, ossia una soglia minima per il calcolo degli attivi ponderati per il rischio;

iii) un aumento del leverage ratio al 3%, che nel caso delle G-SIBs può aumentare sino a 3,5%.

L'iter di implementazione di tali regole, il cui avvio era inizialmente previsto per il 2022 con termine nel 2027, è stato ritardato a causa dello scoppio della pandemia. A livello europeo il processo di recepimento si è avviato con la proposta di Ottobre 2021 da parte della Commissione Europea, nota come il c.d. Banking package 2021.
Il Banking package recepisce gli standard elaborati da BCBS proponendo alcuni aggiustamenti per tenere conto delle specificità del contesto europeo; esso peraltro include altresì norme che si riferiscono ad altri ambiti regolamentari, tra cui quelli inerenti i rischi legati al cambiamento climatico e i temi della sostenibilità ESG nonché il rafforzamento dell'attività di supervisione. La sua implementazione è attesa a partire dal 2025 anche se è prevista una fase transitoria e solo nel 2032 dovrebbe entrare a pieno regime. Va inoltre considerato che la data effettiva di applicazione dipende dai tempi di finalizzazione dell'iter legislativo il quale dovrà tenere conto anche delle 17 proposte di modifica sottoposte durante la fase consultiva che si è conclusa a metà febbraio 2022.
Tra le proposte più discusse del Banking package vi è l'introduzione dell'*output floor* che in sostanza limita il potenziale beneficio in termini di risparmio di capitale per le banche che adottano i modelli IRB rispetto a quelle che a parità di rischiosità adottano il metodo SA. Viene infatti previsto che il valore degli attivi ponderati che risultano dall'applicazione degli IRB sia a regime non inferiore al 72,5% del valore che si otterrebbe usando l'approccio SA. L'output floor si applica a tutte le tipologie di rischio, anche se notoriamente quella prevalente per le banche europee è il rischio di credito, e si calcola a livello consolidato, consentendo in tal modo ai gruppi bancari di beneficiare della diversificazione del rischio tra modelli di business diversi delle diverse società che ne fanno parte.
Con riferimento al rischio di credito la previsione dell'output floor comporta un aumento nei requisiti patrimoniali delle banche IRB soprattutto con riferimento alle imprese con miglior standing creditizio (cui si associano rating interni molto elevati e conseguente basso assorbimento di capitale) prive di un rating esterno rilasciato dalle ECAI (external credit assessment institutions). In questi casi i coefficienti di ponderazione utilizzati dalle banche SA non tengono infatti conto della diversa rischiosità della controparte. Nel complesso la presenza dell'output floor potrebbe quindi determinare un peggioramento dell'offerta di credito da parte delle banche IRB alle imprese prive di rating con effetti distorsivi sull'economia reale.
Per limitare questi effetti indesiderati – la cui portata non è certo marginale considerato che la gran parte del credito concesso alle imprese è fornito da banche che usano modelli IRB e che per ragioni di costi non esiste un rating esterno per la maggior parte delle imprese - è stato quindi previsto, in via transitoria, che ai fini del calcolo dell'output floor le banche IRB europee possano adottare un coefficiente di ponderazione pari al 65% per tutte le imprese senza rating, la cui probabilità di default è inferiore allo 0,5%, corrispondente a un rating 'investment grade'. La Commissione auspica che nel corso dei prossimi anni aumenti l'estensione di imprese che dispongono 'i' un rating esterno e a tal fine invita EBA a valutare quali siano gli eventuali impedimenti a una loro maggiore diffusione; tale circostanza dovrebbe quindi ridurre, a parità di

rischio, i possibili disallineamenti tra metodo IRB e SA attualmente riscontrati.

Un'analoga mitigazione degli effetti dell'introduzione dell'output floor per le banche IRB riguarda i mutui residenziali a basso rischio che prevede l'applicazione di un fattore di ponderazione ridotto (10% per la parte di esposizione pari al 55% del valore dell'immobile e ponderazione 45% per la parte di esposizione tra il 55% e l'80%).

In aggiunta alle variazioni in termini di maggiore capitale richiesto dalle banche, va rilevato che il rispetto dell'output floor implica per le banche IRB la necessità di calcolare il valore dei RWA anche con il metodo SA e ciò determina un aggravio in termini operativi. A ciò si aggiunge il timore di un possibile double counting dovuto all'introduzione dell'output floor: l'aumento del requisito di Pillar I potrebbe comportare un parallelo aumento del Pillar II.[3]

Con riferimento al metodo SA – adottato dalla maggior parte delle banche banche europee ai fini della valutazione del rischio di credito – il banking package propone, in linea con la BCBS, modifiche volte ad incrementarne la sensibilità. Uno degli ambiti maggiormente interessati è quello relativi alle voci sotto la riga e in particolare gli impegni assunti a fronte di *unconditional cancellable committments* – UCC (impegni revocabili incondizionatamente) tra cui rientrano ad esempio le aperture di credito in conto corrente a revoca. Tali impegni che sino ad oggi non determinano assorbimento di capitale contribuiranno viceversa a calcolo degli RWA sulla base di un coefficiente di conversione (CCF) del 10%. Anche in questo caso, in considerazione dell'impatto negativo che una simile modifica potrebbe avere sull'offerta di credito tramite una forma tecnica estremamente diffusa tra le imprese, è prevista una deroga transitoria che mantenga sino al 2029 il CCF allo zero e successiva implementazione nei 3 anni successivi.

Un secondo ambito delle metodologie SA interessato dalle modifiche proposte sia dalla Commissione Europea sia da BCBS riguarda i prestiti assistiti da garanzia immobiliare. Per essi viene introdotto il c.d. *loan splitting approach,* ossia la previsione di coefficienti di ponderazione diversi per la parte del prestito garantita dall'immobile e per quella eccedente; il rapporto loan-to-value diventa pertanto determinante anche ai fini dell'assorbimento patrimoniale. Viene altresì prevista una maggiore granularità rispetto al passato considerando, ad esempio, se la restituzione del prestito dipende o meno dai flussi di reddito generati dall'immobile stesso (per cui si identificano le categorie Income Producing Residential/Commercial Real Estate – rispettivamente IPRRE e IPCRE –ritenute più rischiose a causa della maggiore incertezza), così come dalla fase di vita dell'immobile (in costruzione o terminato) e ancora se l'esposizione ricade nella categoria *Acquisition, Development and Construction* (ADC) per cui è previsto un coefficiente pari al 150%.

In terzo luogo vengono incrementati i pesi associati al capitale azionario detenuto dalle banche SA che, nella proposta, salgono da 100% a 250% fino ad arrivare a 400% per le esposizioni con finalità speculative, sebbene siano previsti trattamenti più favorevoli nel caso di esposizioni azionarie verso le banche centrali così come nel caso di partecipazioni strategiche detenute per periodi temporali prolungati.

Un possibile incremento nei fattori di ponderazione è riscontrabile anche nel caso di esposizioni a banche prive di rating esterno per le quali, da un lato, è prevista la possibilità di suddivisione in 3 categorie di rischio sulla base di attente analisi quali-quantitative (*Standardised Credit Risk Assessment Approach* - SCRA) che di

[3] Tale rischio è noto al regolatore che si è impegnato a evitare che si concretizzi: "I can confirm that, if risk-weighted assets increase as an effect of applying the floor, we will not let Pillar 2 requirements to automatically rise in absolute value, in the absence of a corresponding increase in the underlying risks" *Basel III implementation: the last mile is always the hardest* Speech by Andrea Enria, Chair of the Supervisory Board of the ECB, at the Marco Fanno Alumni online conference Frankfurt am Main, 3 May 2021

fatto sostituirebbero i rating delle ECAI. Dall'altro lato è però previsto che il rating non possa più basarsi sul rating sovrano né tenere conto di un eventuale implicito sostegno del governo in caso di stress della banca.

E' infine previsto un aggravio patrimoniale pari al massimo sino al 150% per le esposizioni retail che presentano un'esposizione al rischio di cambio ossia quando la valuta del prestito è diversa da quella con cui opera e percepisce reddito il debitore.

Le proposte di modifica che interessano il metodo IRB riguardano, come accennato, il limite alla loro implementazione per alcune classi di esposizione. In particolare, le classi di esposizione che non consentono un'adeguata e robusta modellizzazione, anche a causa di tassi di default particolarmente bassi, sono escluse dall'applicazione degli Advanced IRB (che consentono la stima di tutti i parametri di rischio) e devono migrare verso approcci meno sofisticati. Tra queste esposizioni vi sono quelle verso le cd. *large corporate* - società con fatturato consolidato superiore a 500 milioni o appartenenti a gruppi con un fatturato superiore a tale limite – o verso altre istituzioni finanziarie, per le quali si potrà usare solo la metodologia foundation che consente la sola stima della PD (Probability of Default).

Nel caso di esposizioni in strumenti azionari, invece, questi dovranno necessariamente essere valutati con l'approccio standard, dal momento che trattandosi di strumenti di mercato non sussistono particolari ragioni per avere misure di rischio differenziate a seconda che si utilizzino IRB o SA.

Una rilevante modifica all'uso degli IRB concerne la previsione di livelli minimi (*input floor*) per i parametri usati ai fini del calcolo degli A-IRB (ad esempio, il valore minimo della PD di banche e imprese è pari a 0,05%). Questi limiti sono volti, da un lato, ad assicurare una maggiore comparabilità dei requisiti minimi di patrimonio e, dall'altro, a evitare che il livello di capitale richiesto non scenda sotto un livello ritenuto prudente e a contrastare possibili distorsioni legati al rischio di modello, errori di misurazione, insufficiente disponibilità di dati.

E' evidente che così come la previsione dell'output floor, anche le altre modifiche ai modelli IRB potrebbero costituire un disincentivo all'adozione degli IRB e al tempo stesso potrebbe causare un aumento della rischiosità dei portafogli delle banche IRB per evitare i vincoli rappresentati dagli input floor.

3. L'impatto dell'applicazione delle regole finali di Basilea III

Sulla base delle più recenti stime effettuate da EBA su dati di fine 2019[4] riportate nelle seguenti tabelle, l'implementazione nel sistema bancario europeo delle regole finali di Basilea III rispetto all'attuale impostazione dovrebbe determinare a regime un incremento nel requisito minimo Tier 1 in media di 13,1%, equivalenti a uno shortfall del capitale Tier 1 pari a 23,6 miliardi (v. TAB. 2 e TAB. 3). La gradualità dell'implementazione è però tale per cui nei primi due anni di implementazione il capital shortfall sarà decisamente più contenuto, lasciando alle banche il tempo per adeguarsi (v. TAB. 4).

In generale si osserva (v. TAB. 1) che l'introduzione dell'output floor rappresenta la causa principale (+6,9%, DOF) dell'aumento in termini di Tier 1, seguito dal rischio di credito (+3,0%, somma di DSA e DIRB) e dal rischio operativo (+1,7%, DOP). Di fatto sono le banche grandi, in particolare le G-SIIs, a rilevare i maggiori incrementi di capitale; le banche piccole seppure a fronte di un complessivo effetto positivo legato al trattamento del rischio operativo, registrano un maggiore assorbimento a fronte del rischio di credito rispetto alla situazione attuale[5].

[4] EBA Basel III reforms: updated impact study. Results based on data as of 31 December 2019 - EBA/Rep/2020/34

[5] Il campione usato per l'analisi non è rappresentativo dell'intera popolazione delle banche medio-piccole pertanto il dato va interpretato con cautela.

TAB. 2 - Variazione percentuale nel requisito minimo di capitale Tier 1 (rispetto all'attuale), per banca, per dimensione, Scenario EU-specific, dati a Dicembre 2019

Bank size	Δ SA	Δ IRB	Δ CCP	Δ SEC	Δ MKT	Δ OP	Δ CVA	Δ LR	Δ OF	Δ Total
All banks	**1.7**	**1.3**	**0.0**	**0.4**	**0.8**	**1.7**	**0.5**	**-0.1**	**6.9**	**13.1**
Large	1.7	1.4	0.0	0.4	0.8	1.7	0.5	-0.1	7.1	13.4
of which: GSII	1.4	3.1	0.0	0.6	0.5	2.1	0.6	0.0	7.6	15.9
of which: OSII	2.0	-1.2	0.1	0.3	1.3	1.4	0.4	0.2	7.3	11.6
Medium	2.0	0.1	0.0	-1.1	-0.9	0.2	-0.2	0.1	0.8	1.0
Small	4.9	0.0	0.0	0.0	0.0	-19.8	0.0	0.0	0.0	-14.9

Sources: EBA 2019-Q4 QIS data and EBA calculations.
Notes: Based on a sample of 99 banks: Large (73), of which G-SII (8), of which O-SII (46); Medium (22); Small (4). SA, standardised approach to credit risk; IRB, internal ratings-based approach to credit risk; CCP, central counterparty; SEC, securitisation; MKT, market risk; OP, operational risk; CVA, credit valuation adjustment; LR, leverage ratio; OF, output floor. Δ MKT based on 'reduced bias estimation'. Δ CVA based on July 2020 CVA framework. Δ OF impact is based on the main approach to implement the output floor.

TAB.3 - Coefficienti patrimoniali e shortfalls, Scenario EU-specific, dati a Dicembre 2019

	CET 1			T1			TC		
Bank size	Current ratio (%)	Revised ratio (%)	Shortfall (bn)	Current ratio (%)	Revised ratio (%)	Shortfall (bn)	Current ratio (%)	Revised ratio (%)	Shortfall (bn)
All banks	**14.6**	**12.9**	**17.4**	**15.8**	**13.9**	**23.6**	**18.2**	**16.1**	**33.0**
Large	14.5	12.8	17.4	15.7	13.8	23.4	18.2	16.0	32.7
of which: GSII	13.6	11.8	11.8	14.7	12.8	17.5	17.1	14.8	25.3
of which: OSII	15.4	13.9	3.8	16.7	15.0	3.5	19.3	17.4	4.1
Medium	17.7	17.4	0.0	18.0	17.6	0.2	19.9	19.5	0.3
Small	24.7	28.9	0.0	24.7	28.9	0.0	25.6	30.0	0.0

Sources: EBA 2019-Q4 QIS data and EBA calculations.
Notes: Based on a sample of 99 banks: Large (73), of which G-SII (8), of which O-SII (46); Medium (22); Small (4). Δ MKT based on 'reduced bias estimation'. Δ CVA based on July 2020 CVA framework. Δ OF impact is based on the main approach to implement the output floor.

TAB. 4 - Coefficienti patrimoniali e shortfalls durante il periodo transitorio, Scenario EU-specific, dati a Dicembre 2019

Year	CET 1 shortfall (EUR bn)	T1 shortfall (EUR bn)	TC shortfall (EUR bn)
2023 (50%)	2.4	3.0	7.6
2024 (55%)	2.4	5.0	10.5
2025 (60%)	4.8	9.4	15.9
2026 (65%)	8.7	13.9	21.3
2027 (70%)	14.1	19.6	28.5
2028 (72.5%)	17.4	23.6	33.0

Sources: EBA 2019-Q4 QIS data and EBA calculations.
Notes: Based on a sample of 99 banks. Δ MKT based on 'reduced bias estimation'. Δ CVA based on July 2020 CVA framework. Δ OF impact is based on the main approach to implement the output floor.

I dati medi sopra riportati sono il risultato di una situazione molto eterogenea, come evidenzia la suddivisione per percentili dei cambiamenti nel coefficiente minimo Tier 1 (v. TAB. 5). Anche in un confronto tra paesi (v. FIG. 4) emerge una significativa disomogeneità, con le banche italiane mediamente tra quelle che rilevano un minore incremento dei requisiti patrimoniali minimi.

L'impatto delle modifiche introdotte dalle nuove regole di Basilea III è infatti influenzato da molteplici fattori distintivi, tra cui la diffusione dei modelli SA vs IRB, nonché dal grado di diffusione dei rating esterni nei singoli paesi. A proposito del primo aspetto è noto che la maggior parte delle banche europee adotta metodi standardizzati ai fini del calcolo dei coefficienti di Pillar I e che esiste una robusta correlazione tra l'approccio adottato e la dimensione della banca, a motivo della complessità gestionale sottostante all'implementazione di modelli IRB, tale per cui le banche medio-piccole tipicamente adottano lo SA.

Per quanto attiene il secondo profilo, si osserva che la disponibilità di rating esterni (che nel caso di banche che adottano l'approccio SA contribuiscono a ridurre i coefficienti di ponderazione per le controparti meno rischiose) varia sensibilmente da paese a paese e tra tipologie di imprese. I dati EBA[6] indicano che sono provviste di rating esterno solo il 20% delle esposizioni verso imprese non PMI e solo il 30% di quelle verso PMI[7]. La diffusione dei rating esterni è infatti uno degli aspetti su cui la BCBS nonché la Commissione Europea ritiene debbano essere fatti progressi consistenti in modo tale da consentire una maggiore granularità dei coefficienti di ponderazione.

Con riferimento specifico alle banche italiane, ai fini dell'incremento complessivamente indotto dall'introduzione delle nuove regole di Basilea III risulta consistente il ruolo del rischio di credito, sia che esso sia misurato con l'approccio standard, sia nel caso dell'utilizzo di modelli IRB, rischio dal quale dipende quasi il 50% dell'incremento del Tier 1; marginale invece il ruolo dell'output floor (v. FIG. 4).

TAB. 5 - Distribuzione delle variazioni percentuali nel requisito minimo di capitale Tier 1 (rispetto all'attuale), Scenario EU-specific, dati a Dicembre 2019

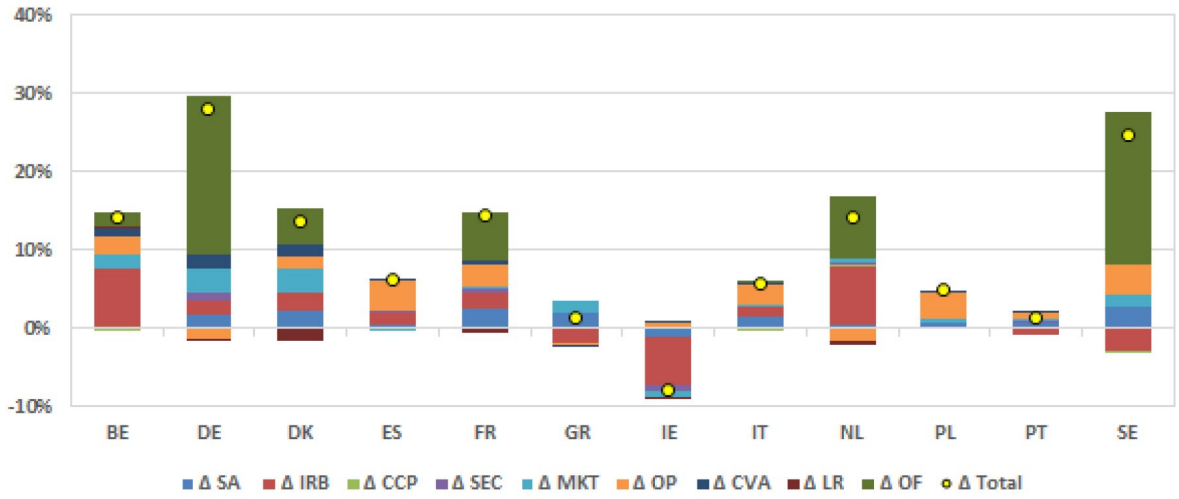
Percentile	Percentage
5th percentile	-9.1
25th percentile	0.1
Median	7.5
75th percentile	15.7
95th percentile	32.3

Sources: EBA 2019-Q4 QIS data and EBA calculations.
Notes: Based on a sample of 99 banks. Δ MKT based on 'reduced bias estimation'. Δ CVA based on July 2020 CVA framework. Δ OF impact is based on the main approach to implement the output floor.

[6] EBA, Basel III reforms: impact study and key recommendations, 2019

[7] Il fatto che la percentuale di esposizioni verso PMI con un rating esterno sia superiore a quello delle imprese più grandi è dovuto a un caso specifico, quello delle Francia dove la Banque de France – equiparata a una ECAI (eligible credit assessment institution) dal 2007 - eroga rating per una percentuale molto elevata di PMI.

FIG. 4 - Distribuzione per paese delle variazioni percentuali nel requisito minimo di capitale Tier 1 (rispetto all'attuale), Scenario EU-specific, dati a Dicembre 2019



Sources: EBA 2019-Q4 QIS data and EBA calculations.
Notes: Based on a sample of 102 banks: AT* (5), BE (4), DE (26), DK (4), ES (6), FR (7), GR (3), HU* (1), IE (10), IT (11), LU* (2), NL (7), NO* (2), PL (4), PT (4), SE (6).

SA, standardised approach to credit risk; IRB, internal ratings-based approach to credit risk; CCP, central counterparty; SEC, securitisation; MKT, market risk; OP, operational risk; CVA, credit valuation adjustment; LR, leverage ratio; OF, output floor. Δ MKT based on 'reduced bias estimation'. Δ CVA based on July 2020 CVA framework. Δ OF impact is based on the main approach to implement the output floor.
* Not shown in the chart because fewer than three entities in the cluster or less than 25% of country RWA coverage.

4. L'evoluzione di patrimonializzazione, rischiosità e redditività di un campione di banche europee

Alla luce delle precedenti considerazioni il presente paragrafo si propone di fornire una dettagliata panoramica della patrimonializzazione, dell'appetito al rischio delle banche europee, delle politiche creditizie e delle performance reddituali. In particolare, l'analisi è volta ad approfondire le differenze tra banche che utilizzano l'approccio SA e l'approccio IRB per la misurazione del rischio di credito e le relazioni che intercorrono tra l'approccio adottato e le performance di reddito.

4.1. Descrizione del campione

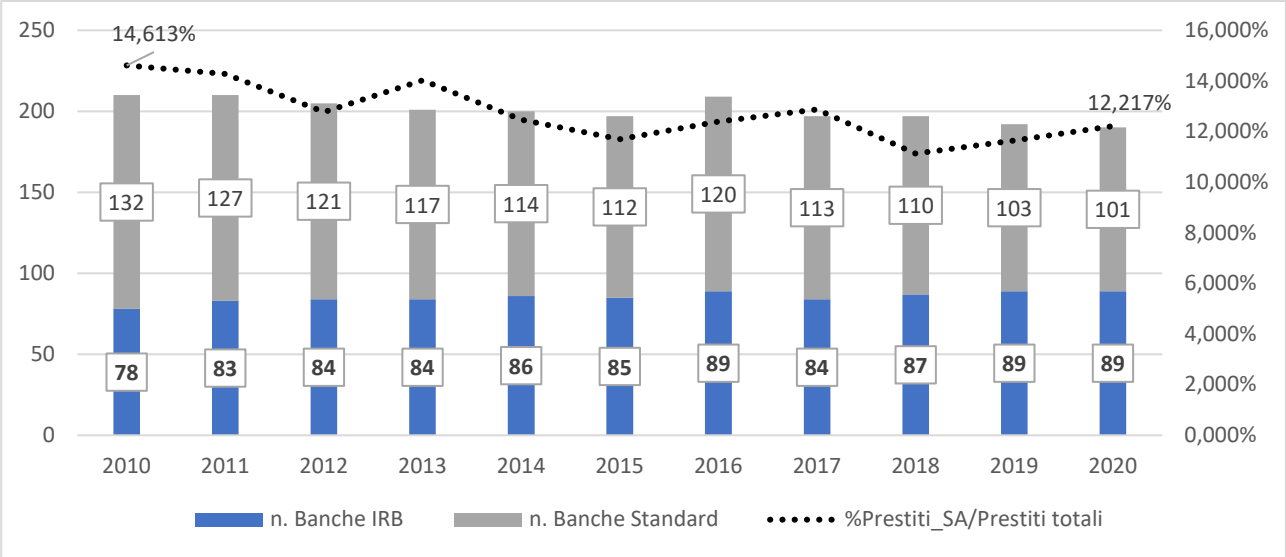
I dati del campione oggetto di indagine si riferiscono ai dati dei bilanci consolidati relativi ad un campione di 190 gruppi bancari il cui totale attivo è superiore a 10 miliardi di euro e situate nei seguenti paesi: Austria, Belgio, Germania, Danimarca, Spagna, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Malta, Olanda, Portogallo e Svezia (v. TAB. 6). Il periodo analizzato va dal 2010 al 2020. I dati utilizzati sono stati raccolti dalla banca dati S&P Capital.

Come emerge anche dalla FIG. 5 più della metà delle banche del campione adotta l'approccio standard (SA), anche se il numero di tali banche è andato riducendosi a seguito del loro passaggio all'approccio IRB; la loro distribuzione geografica si concentra in paesi come la Germania, l'Italia e il Portogallo. Le banche SA tendono ad avere una dimensione decisamente inferiore a quelle IRB come si evince guardando alla percentuale dei prestiti erogati da tali banche rispetto al totale del campione; tale percentuale, sebbene in crescita, si attesta alla fine del 2020 intorno al 12%, confermando che nel decennio analizzato oltre l'85% delle esposizioni creditizie del campione è stato quindi valutato ai fini regolamentari secondo l'approccio IRB.

TAB. 6 – Composizione del campione

Paesi	Numero banche	Totale attivo (mln di euro)
Austria	**20**	**792.546,89**
IRB	6	534.110,89
Standardized	14	258.436,00
Belgio	**6**	**738.724,99**
IRB	5	698.972,55
Standardized	1	39.752,43
Germania	**58**	**4.805.436,34**
IRB	21	3.788.106,39
Standardized	37	1.017.329,94
Danimarca	**8**	**9.372.27,68**
IRB	4	689.046,11
Standardized	4	248.181,56
Spagna	**16**	**3.672.319,46**
IRB	8	3.356.963,66
Standardized	8	315.355,79
Finlandia	**5**	**780.079,25**
IRB	3	722.939,76
Standardized	2	57.139,48
Francia	**12**	**9.564.110,27**
IRB	8	8.783.093,96
Standardized	4	781.016,31
Grecia	**4**	**286.845,57**
IRB	3	215.269,70
Standardized	1	71.575,87
Irlanda	**5**	**279.191,84**
IRB	3	265157,00
Standardized	2	14034,84
Italia	**24**	**3.291.708,26**
IRB	11	2.717.434,90
Standardized	13	574.273,36
Malta	**1**	**12.910,77**
Standardized	1	12.910,77
Olanda	**17**	**2.497.000,05**
IRB	7	2.099.930,14
Standardized	10	397.069,91
Portogallo	**6**	**300.663,95**
IRB	4	239.427,00
Standardized	2	61.236,94
Svezia	**8**	**1.070.945,50**
IRB	6	998.067,90
Standardized	2	728.77,59
Totale	**190**	**29.029.710,88**

FIG. 5 – Banche SA e IRB (numero – asse y di sinistra - e incidenza in termini di prestiti lordi sul totale del campione – asse y di destra)[8]



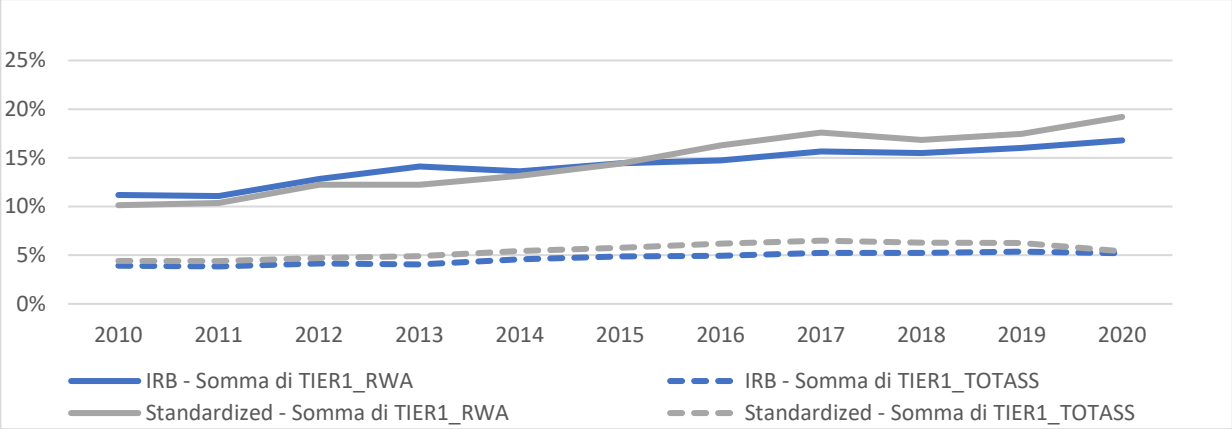
4.2. Le tendenze nell'ultimo decennio delle banche SA e IRB

La FIG. 6 mostra l'evoluzione tra il 2010 e il 2020 del patrimonio regolamentare delle banche. Le linee continue riportano, distintamente per le banche che adottano l'approccio standard e per quelle che adottano l'approccio IRB, il rapporto tra il Tier1 e l'attivo ponderato per il rischio, mentre le linee tratteggiate si riferiscono al Tier1 rapportato al totale attivo iscritto a bilancio; il primo indicatore è quindi influenzato dalla modalità di determinazione dei coefficienti di assorbimento patrimoniale, mentre il secondo è indicatore di patrimonializzazione che non tiene conto del rischio ma solo della dimensione operativa.

I dati evidenziano che, nel corso dell'ultimo decennio, indipendentemente dall'approccio di misurazione del rischio di credito utilizzato, tutte le banche in media hanno aumentato il coefficiente regolamentare, raggiungendo un livello di Tier1 su RWA superiore al 15%. Se si confrontano i valori dell'indicatore con riferimento alle banche SA e IRB si osserva che il Tier1 ratio regolamentare delle banche IRB assume, almeno nel primo periodo di indagine, un livello superiore rispetto alle banche SA, mentre a partire dal 2015 si osserva un superamento da parte delle banche SA. Una situazione sostanzialmente diversa si evidenza quando si considera il Tier1 rapportato al totale attivo. In questo secondo caso, le banche SA mostrano strutturalmente una patrimonializzazione superiore rispetto alle banche IRB. Tale risultato sembra confermare quanto suggerito dalla letteratura e cioè che, quantomeno fino al 2015, le banche IRB beneficiano dei livelli di RWA più contenuti che consentono loro di raggiungere più elevati valori del coefficiente Tier1 regolamentare, anche a fronte di valori assoluti di Tier1 più bassi. Successivamente, sembra che i coefficienti Tier 1 delle banche SA beneficino sia di maggiori livelli di patrimonio, sia dalla riduzione degli RWA – come si osserva dalla FIG. 7.

[8] I grafici riportano valori ponderati per la dimensione delle banche oggetto di indagine.

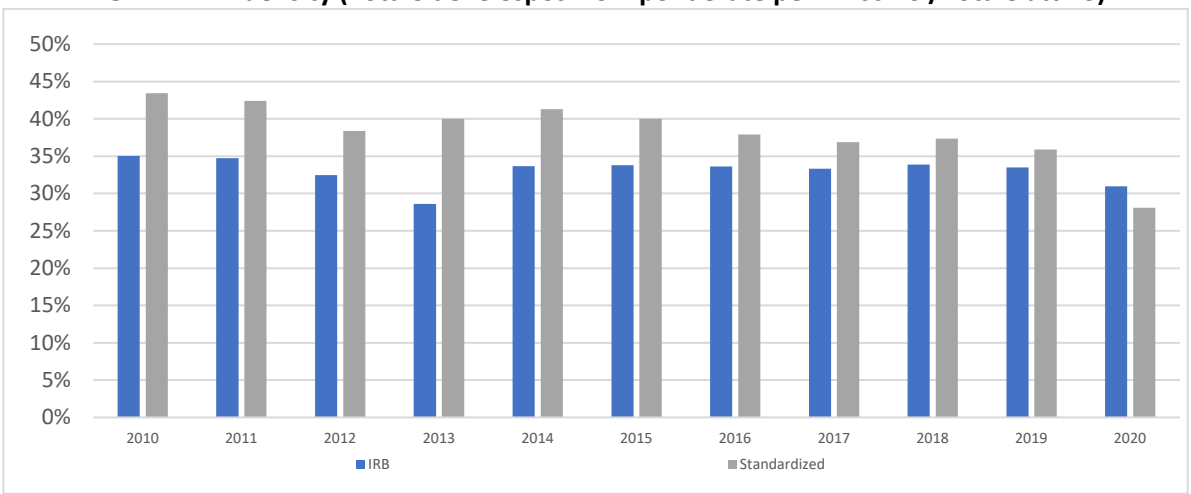
FIG. 6 - TIER1/RWA e TIER1/totale attivo per banche SA e IRB



Osservando l'andamento del RWA density (FIG. 7) si conferma che a parità di volumi operativi le banche SA hanno attivi ponderati per il rischio maggiori, e quindi una maggiore rischiosità ai fini dei coefficienti patrimoniali minimi. Tuttavia, tale differenza si riduce nel corso degli anni, passando da 8 punti percentuali di differenza nel 2010 a soli 2 punti percentuali nel 2019. Nel 2020 si rileva un'inversione di tendenza - con RWA density inferiori per le banche SA - che potrebbe rappresentare tuttavia un fenomeno transitorio e dovuto agli interventi governativi legati alla pandemia. I governi dei diversi paesi hanno infatti concesso garanzie statali a supporto del credito alle imprese e alle famiglie, consentendo alle banche di erogare – soprattutto a favore di famiglie e PMI - credito garantito, e cioè credito che non ha di fatto pesato sugli RWA bancari. E' verosimile che di tali garanzie abbiano beneficiato soprattutto le banche SA, sia perché data la loro dimensione esse costituiscono il naturale interlocutore delle famiglie e delle PMI, sia perchè, come si osserva dalla FIG. 8, rappresentano le banche che più hanno supportato l'offerta di credito nel 2020.

Nel complesso si osserva ad ogni modo una convergenza della RWA density di banche SA e banche IRB verso valori più bassi, confermando il graduale de-risking degli attivi bancari.

FIG. 7 - RWA density (Totale delle esposizioni ponderate per il rischio /Totale attivo)



Al fine di verificare se la convergenza tra banche SA e banche IRB in termini di coefficiente patrimoniale Tier1 e di RWA density che emerge dall'analisi dei grafici sopra commentati è robusta, è stata svolta un'analisi econometrica i cui risultati sono illustrati nella TAB. 7 che riporta i coefficienti degli indicatori di convergenza σ e β e della loro interazione - σ *SA e β*SA - con la variabile binaria SA che è pari a 1 nel caso di banche SA, altrimenti pari a zero.

Semplificando, nel caso in cui i segni ed i valori associati ai parametri σ e β siano negativi, si può concludere che vi è stata una convergenza nei valori *Tier1* e *Rwa*, mentre in caso contrario, si tratterebbe di una divergenza. Osservando i valori della TAB. 7, possiamo affermare che per le banche del campione vi è stata effettivamente una convergenza nei valori di *Tier1* e *Rwa* nel periodo di analisi (2010-2020). I coefficienti delle variabili σ *SA e β*SA consentono di valutare se la convergenza risulta maggiore per le banche adottanti l'approccio SA rispetto alle banche IRB. In questo caso, non osservando alcuna differenza statisticamente significativa, si può concludere che la convergenza è avvenuta in modo omogeneo all'interno delle due categorie di banche.

TAB. 7 – Convergenza di TIER 1 e RWA: valori di beta e sigma

Variabili	Tier 1		Rwa	
σ	-0.431***	-0.439***	-0.0717***	-0.0762***
	(0.0839)	(0.0284)	(0.00833)	(0.0151)
σ*SA		0.00622		0.00163
		(0.112)		(0.0166)
SA		0.0107		0.00652
		(0.0149)		(0.00787)
Observations	1,928	1,928	1,982	1,982
R-squared	0.065	0.067	0.053	0.057
Variabili	Tier 1		Rwa	
β	-0.758***	-0.735***	-0.101**	-0.0896
	(0.0828)	(0.0530)	(0.0405)	(0.0627)
β*SA		-0.0447		-0.0195
		(0.107)		(0.0596)
SA		0.0107		0.00979
		(0.0149)		(0.0263)
Observations	1,928	1,928	1,982	1,982
R-squared	0.047	0.060	0.003	0.040

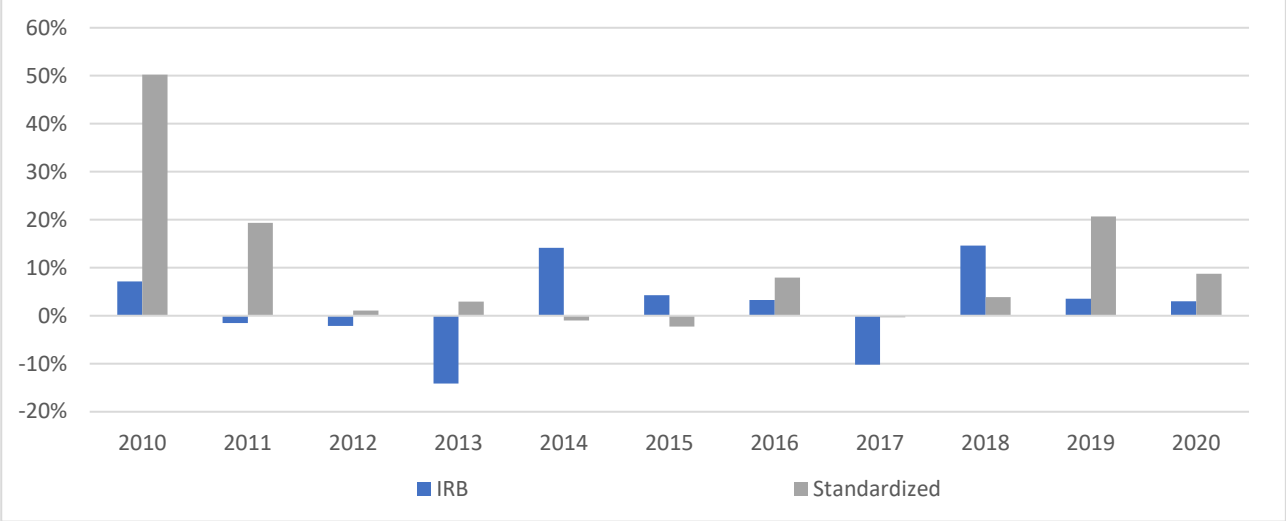
Robust standard errors in parentheses
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

L'implementazione dei modelli IRB per la misurazione del rischio di credito può ripercuotersi anche sulle politiche creditizie delle banche. Come hanno evidenziato alcuni studi in letteratura (Gallo, 2021), le banche IRB tendono a ridurre maggiormente il credito alle imprese e alle famiglie se paragonate alle banche SA, soprattutto in periodi di crisi e nei confronti dei clienti più rischiosi, i quali, di conseguenza, tendono a rivolgersi alle banche SA per soddisfare le proprie esigenze di finanziamento.

In linea con i risultati della letteratura, la FIG. 8 mostra il tasso di crescita dei prestiti lordi alla clientela: fatta eccezione per il 2014-2015, le

banche SA riportano sempre un tasso di crescita positivo, diversamente da quanto si osserva per le banche IRB. Ciò suggerisce che, nel corso degli anni, le banche SA hanno maggiormente supportato il credito alle famiglie e alle imprese.

FIG. 8 - Tasso di crescita dei prestiti lordi



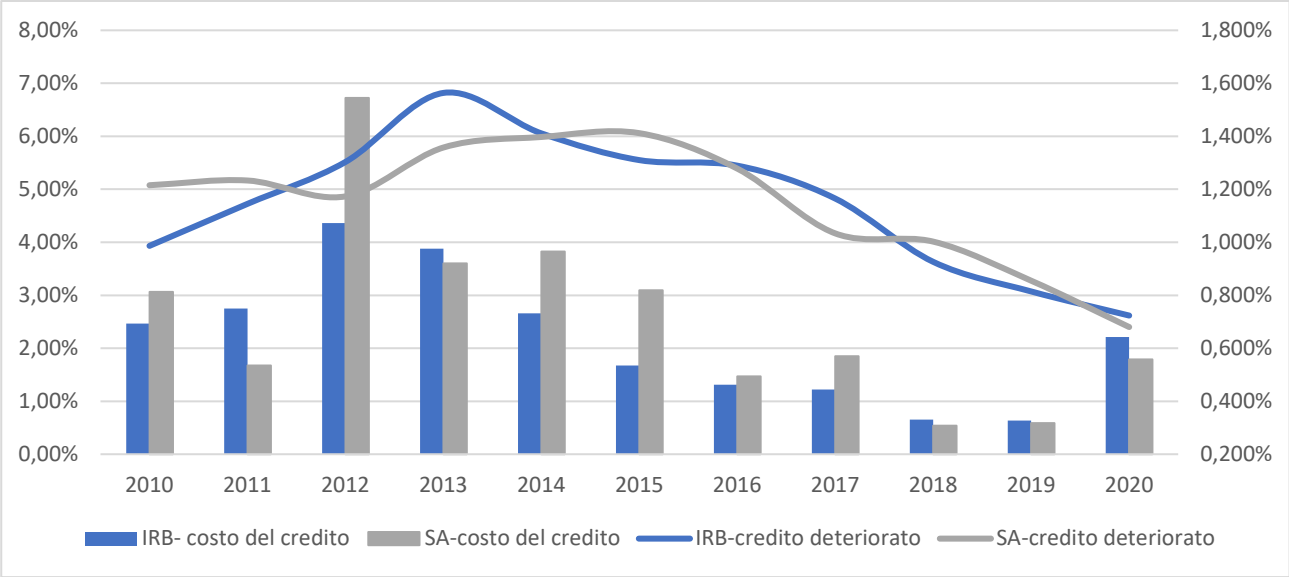
La maggior attività creditizia da parte delle banche SA ha però portato negli anni ad un maggior costo del credito rispetto alle banche IRB (FIG. 9). Anche osservando l'andamento del credito deteriorato emerge come vi siano state fasi alterne in cui le banche SA hanno registrato un più elevato rapporto tra credito deteriorato e prestiti lordi a clientela rispetto alle banche IRB. La FIG. 9 mostra anche come per le banche IRB la riduzione del credito deteriorato sia iniziata prima (già nel 2013) rispetto alle banche SA (2014), impattando anche sull'andamento del costo del credito. Quest'ultimo, dopo aver raggiunto il suo massimo nel 2012, ha iniziato a ridursi per entrambi i gruppi di banche, seppur tale riduzione è stata più rapida per le banche IRB.

Come è noto, il miglioramento della qualità del credito osservata nel corso degli ultimi anni può essere attribuito a diversi fattori: i) miglioramento delle condizioni macroeconomiche; ii) cessione di parte del credito deteriorato a società specializzate da parte delle banche; iii) operazioni di "saldo e stralcio" decise tra banca e cliente. Inoltre, come evidenziato da alcuni studi (si veda tra gli altri Cucinelli et al., 2018), il minor livello di credito deteriorato evidenziato dalle banche IRB può essere riconducibile anche a una maggiore capacità da parte di queste banche di selezionare la propria clientela e a una maggiore capacità di gestire il rischio derivante dalle posizioni creditizie.

Anche con riferimento all'andamento dei crediti deteriorati e alla variazione dei prestiti abbiamo voluto sottoporre le evidenze grafiche a una più robusta verifica econometrica. Nella TAB. 8, vengono illustrati i risultati dell'analisi di convergenza del credito deteriorato (Npl) e del tasso di variazione dei prestiti, utilizzando la stessa metodologia adottata per la TAB. 7.

In questo caso, i risultati mostrano che non vi è stata una significativa convergenza degli Npl (i coefficienti di σ e β non evidenziano significatività statistica), mentre vi è stata una divergenza (segno dei coefficienti σ e β della regressione positivo) per quanto riguarda la crescita dei prestiti nel periodo di analisi, così come emergeva anche dal grafico.

FIG. 9 – Rapporto tra Credito deteriorato e prestiti lordi



TAB. 8 - Convergenza di NPL e Tasso di crescita dei prestiti lordi

Variabili	Npl		Tasso di variazione dei prestiti (anno su anno)	
σ	-0.055	-0.041**	0.015***	0.017***
	(0.038)	(0.017)	(0.005)	(0.005)
σ*SA		-0.035		0.008
		(0.084)		(0.012)
SA		0.001		1,304**
		(0.002)		(650.5)
Osservazioni	1,701	1,701	1,912	1,912
R-quadrato	0.019	0.021	0.027	0.030

Variabili	Npl		Tasso di variazione dei prestiti (anno su anno)	
β	-0.055	-0.141	0.015***	0.017***
	(0.038)	(0.096)	(0.005)	(0.005)
β*SA		0.000		0.008
		(0.086)		(0.012)
SA		0.000		1,304**
		(0.003)		(650.5)
Osservazioni	1,701	1,701	1,912	1,912
R-quadrato	0.001	0.020	0.004	0.030

Note: Gli errori robusti sono riportati in parentesi. *** è la significatività al 99%, ** al 95%, * al 90%.

È interessante analizzare in che modo le differenze emerse dall'analisi delle politiche creditizie e dei costi legati al credito deteriorato possono riflettersi sulla redditività delle banche. Osservando misure di performance tradizionali (ROE, reddito ante-imposte rapportato al patrimonio netto) e corrette per il rischio (RORWA, reddito ante-imposte rapportato al totale delle attività ponderate per il rischio), emergono anche in questo caso differenze tra i due gruppi di intermediari creditizi (v. FIG. 10).
La FIG. 10 mostra, successivamente agli anni della crisi del debito sovrano, una tendenza crescente, soprattutto per le banche IRB. Nell'intero decennio ad eccezione del 2020, le banche IRB hanno registrato una redditività maggiore delle banche SA. Questa tendenza è ascrivibile a una molteplicità di fattori, tra cui una maggior capacità delle banche IRB di selezionare i mutuatari e prezzare meglio i prestiti, così come una maggiore capacità di gestire i costi legati alle rettifiche sul credito e i costi legati all'operatività Osservando più nel dettaglio l'andamento dei costi operativi (misurato dal cost-income ratio, FIG. 11)., emerge che le banche SA sono strutturalmente meno efficienti se paragonate alle banche IRB durante tutto il periodo temporale analizzato. Il motivo di tale differenza può essere legato ad un fattore dimensionale: come già osservato, le banche IRB sono tendenzialmente banche più grandi che possono pertanto beneficiare di economie di scala a livello gestionale che consentono loro di operare con livelli di efficienza più elevati.

FIG. 10 – ROE

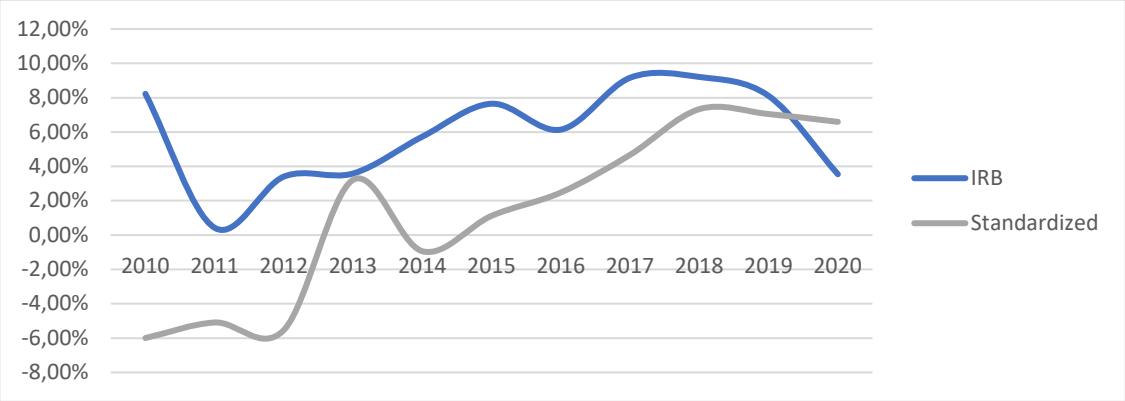
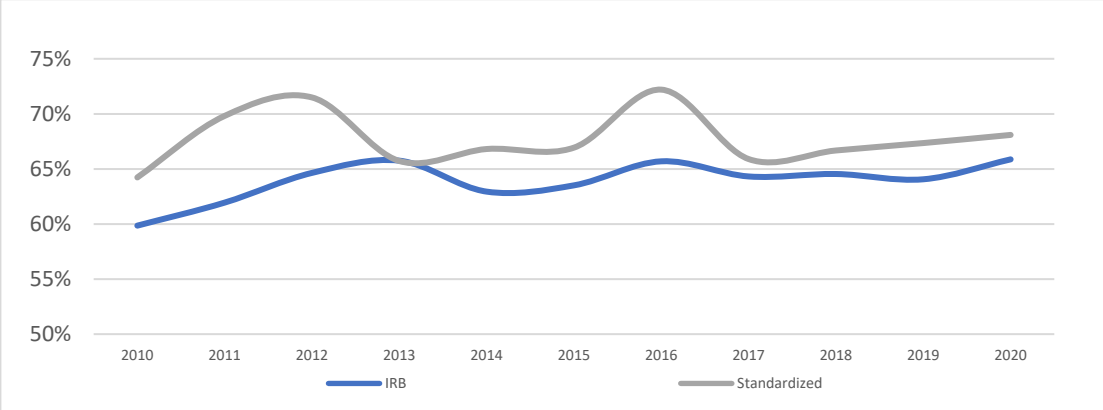


FIG. 11 - Cost to income ratio



Prendendo in considerazione la redditività corretta per il rischio – misurata dal rapporto tra utile netto e RWA (RORWA)-, è possibile osservare un andamento simile a quello osservato per il ROE (FIG. 12). Anche in questo caso le banche IRB mostrano livelli di RORWA più elevati rispetto alle banche SA, a conferma del fatto che le prime sono state in grado di prezzare meglio il rischio assunto principalmente sul portafoglio crediti. Si osserva un'inversione della tendenza nel 2020, anno in cui, come visto nella FIG. 7, le banche SA riducono fortemente il risk weighted asset.
La maggior capacità delle banche IRB di prezzare il rischio di credito è confermata anche dalla FIG. 13 che mostra il rapporto tra il margine di interesse e le rettifiche di valore, rapporto che approssima la redditività della sola attività di intermediazione creditizia corretta per il costo del rischio di credito. In generale, si osserva una tendenza positiva per tutte le banche fino al 2018. Per le banche IRB la redditività corretta per il costo del credito risulta essere superiore rispetto a quella delle banche SA durante la maggior parte del periodo osservato, per poi allinearsi dal 2019.
Tali dati suggeriscono, ancora una volta, che le banche IRB sono in grado, a parità di rischi assunti, di generare più ricavi rispetto alle banche SA.

FIG. 12 – RORWA (reddito ante-imposte/totale delle attività ponderate per il rischio)

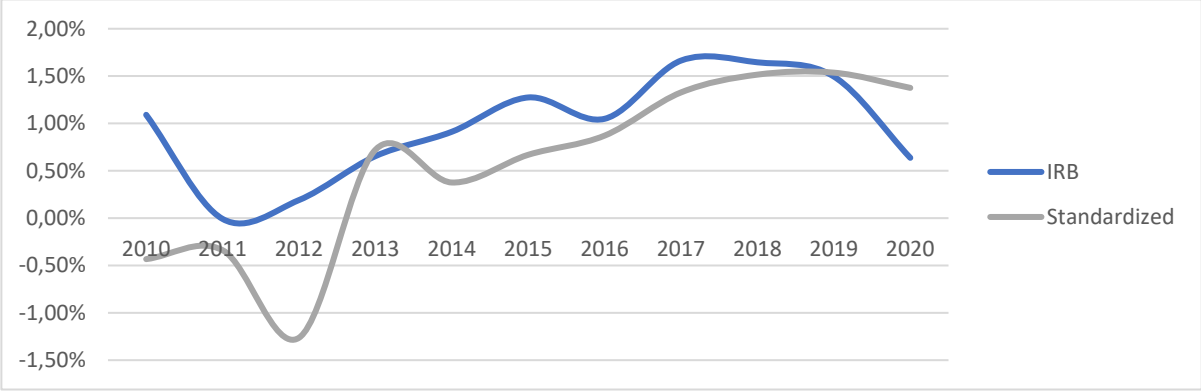
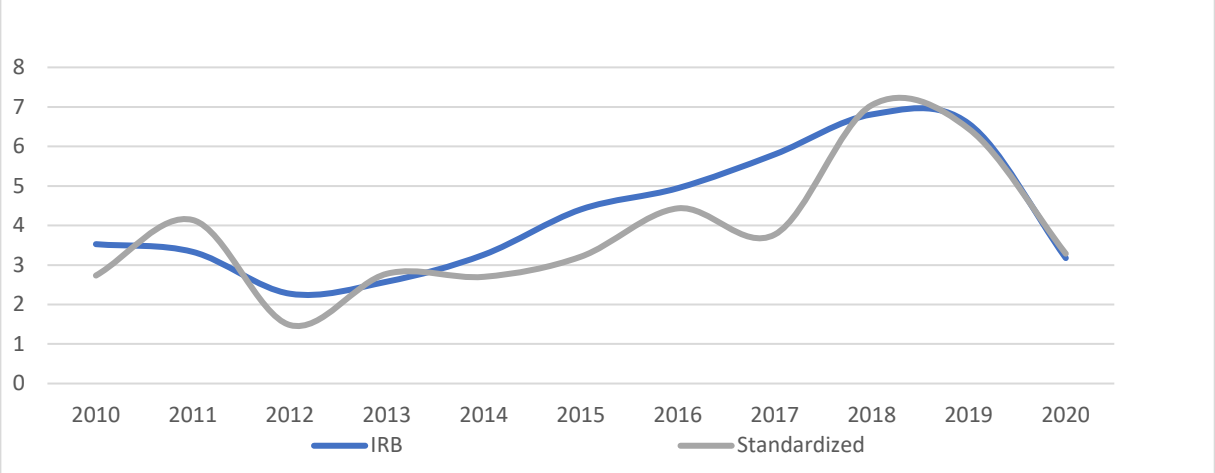


FIG. 13 - MINT su LLP



Quanto evidenziato in questo paragrafo conferma che le banche che adottano modelli IRB beneficiano di un risparmio in termini di RWA e conseguentemente di patrimonio regolamentare. Emerge altresì che queste banche riescono ad indirizzare meglio le proprie risorse, conseguendo profitti più elevati e sostenendo costi sia operativi sia legati alla gestione del rischio di credito più contenuti. Inoltre, sembra che le banche che adottano modelli IRB siano in grado di selezionare meglio la clientela e di prezzare in modo più coerente il credito concesso.

Al fine di confermare tali evidenze grafiche in modo più robusto, di seguito si riporta la TAB. 9 che mostra i risultati del modello di regressione che vede come variabile dipendente la redditività delle banche (ROE e RORWA) e come variabili indipendenti, oltre al tipo di approccio utilizzato per il calcolo dei coefficienti di ponderazione, i principali indicatori di bilancio e macroeconomici che possono influire sulla redditività bancaria.

TAB. 9 – La relazione tra redditività e approccio SA vs IRB

VARIABILI	(1) ROE	(2) RORWA
Banche SA	-0.011**	-0.003***
	(0.005)	(0.001)
Totale attivo(log)	-0.011*	-0.002*
	(0.006)	(0.001)
Business model t-1	0.015	0.002
	(0.018)	(0.003)
Patrimonializzazione t-1	-0.156*	-0.014
	(0.085)	(0.017)
Credito deteriorato t-1	-0.116**	-0.024***
	(0.045)	(0.007)
Crescita del Pil t-1	0.141***	0.027**
	(0.051)	(0.012)
Costante	0.246***	0.041***
	(0.085)	(0.016)
Effetti fissi Banche	Incluso	Incluso
Effetti fissi temporali	Incluso	Incluso
Osservazioni	1,670	1,633
R-quadrato	0.657	0.716

Nota: Il logaritmo del totale attivo è una misura dimensionale della banca; il business model è approssimato dal rapporto tra prestiti lordi alla clientela e totale attivo; la patrimonializzazione è misurata come rapporto tra patrimonio netto e totale attivo; il credito deteriorato è misurato come rapporto tra prestiti deteriorati e prestiti lordi alla clientela; la crescita del Pil è una misura macroeconomica che sintetizza l'andamento dell'economia a livello paese. In parentesi sono riportati gli errori robusti. *** è la significatività al 99%, ** al 95%, * al 90%.

I risultati della TAB. 9 mostrano una relazione negativa tra utilizzo dell'approccio SA e redditività delle banche, per entrambi gli indicatori e dell'assorbimento patrimoniale dell'attivo. Ciò significa che banche che hanno adottato l'approccio IRB per la misurazione del rischio di

credito conseguono una maggior redditività del capitale proprio (ROE), sia una maggiore redditività corretta per il rischio (RORWA) a parità di fattori come la dimensione, il modello di business (approssimato dal peso dei prestiti lordi a clientela sul totale attivo), il livello di patrimonializzazione, il deterioramento della qualità del credito e l'andamento congiunturale dell'economia (approssimato dal tasso di variazione del PIL).

5. Le esigenze di maggior capitalizzazione e la gestione strategica del capitale

Come emerso dalle considerazioni precedentemente svolte, è verosimile che a seguito delle modifiche regolamentari molte banche europee si trovino nei prossimi anni a dover innalzare il livello di patrimonializzazione, anche se l'effetto di tali modifiche è verosimilmente diverso in funzione del modello di business di ciascuna banca nonché della tipologia di clientela affidataria. È pertanto importante comprendere quali sono i principi gestionali e le azioni strategiche che consentono alle banche di rispettare i requisiti patrimoniali minimi e al tempo stesso di garantire un'adeguata redditività tenuto conto del rischio.

La necessità di maggiore capitalizzazione legata all'evoluzione del contesto prudenziale può generare nuove pressioni sui margini di ricavi tradizionali, con l'esigenza di attivare iniziative di rafforzamento della sostenibilità dei modelli di business in essere. Tali iniziative devono tenere conto di una serie di fattori, tra cui non solo l'introduzione delle regole finali di Basilea 3 ma anche dell'impatto di una serie di tendenze economiche e normative tra cui:

ii) la scadenza delle garanzie statali e delle moratorie;
iii) le forti differenze settoriali e geografiche nella propensione alla crescita del tessuto economico, accentuate dal conflitto geo-politico in corso;
iv) l'impatto sotto forma di requisiti P2R legato al trattamento delle posizioni deteriorate in ambito calendar provisioning;
v) il rispetto dei requisiti prudenziali in ambito resolution;
vi) i fattori di rischio climatico ambientali.

In un simile contesto la revisione dei modelli di business si fonda sulla ricerca di prodotti e segmenti di mercato in ottica 'capital light' che (i) assicuri un adeguato bilanciamento tra assorbimento patrimoniale e leva finanziaria; (ii) supporti la conversione della liquidità da raccolta diretta ad asset under management e/o prodotti ad alto margine commissionale.

5.1. I principali orientamenti nella gestione strategica del capitale

La sostenibilità dei nuovi modelli di business presuppone l'elaborazione e l'implementazione di un framework di capital management in grado di definire una strategia credibile e sostenibile, da perseguire attraverso valutazioni 'full risk' e 'full cost' secondo una logica 'bottom-up' (v. Fig 14). Queste ultime richiedono di adottare dinamiche di analisi volte a valutare:

ii) la rilevanza strategica dei segmenti di business in termini di criticità a fini di obiettivi di piano e di funzioni essenziali e linee di business core;
iii) la profittabilità attesa misurata in termini di utili sotto prospettiva contabile ed economica, al fine di rilevare, in primis da un punto di vista gestionale, eventuali fenomeni oggetto di successiva recognition in bilancio;
iv) l'assorbimento di capitale atteso in linea con il modello di business e le relative vulnerabilità anche legate ai rischi cui si è esposti;
v) il livello di leva finanziaria sottostante i volumi di impieghi e lo stock di capitale prudenziale;
vi) esigenze di liquidità e di funding sottostanti alle strategie di trasformazione delle scadenze e alle riserve di liquidità detenute in termini di high quality liquid asset.

FIG. 14 – Principali dinamiche di analisi per una gestione strategica del capitale: prospettiva top-down e bottom-up

Fonte: PwC

Per ciascuna delle prospettive di analisi, è opportuno identificare un innovativo sistema di soglie per stabilire il livello obiettivo (target), una soglia di tolerance ed un livello di capacity. Tali livelli devono essere in linea con le soglie definite nel risk appetite framework e nel sistema di early warning gestionale sulle schede di budget a livello di business unit/divisione e di portafogli per asset class. Queste tematiche sono tradizionalmente colte nelle ricorrenti interazioni tra l'Area rischio (CRO) e finanza (CFO) e costituiscono variabili chiave nella definizione degli obiettivi di capitale, nei livelli di pricing per tipologia di prodotto e nell'allocazione del capitale a business unit e divisioni.

La pressione sui margini e le esigenze di maggior capitale richiedono tuttavia di valutare queste tematiche sotto una nuova prospettiva, sulla base di vincoli aggiuntivi. Le dinamiche di assorbimento di capitale saranno vincolate dai requisiti di leva finanziaria, il cui impatto potrà essere maggiore rispetto al passato.

In questo quadro, la ricerca di nuovi criteri di selezione EVA-positive è da calibrare e da prioritizzare in linea con la dimensione, la complessità, il modello di business e le vulnerabilità di ciascuna banca. Si riportano di seguito alcuni tra i principali driver di analisi attesi:

ii) le banche con modelli interni validati dal regolatore dovranno distinguere tra i segmenti di clientela ad alto e basso gap tra risk density IRB e risk weight con approccio standard, a livello di singoli asset class. Inoltre, dovranno valutare eventuali impatti su PD e LGD per asset class;

iii) le banche con approccio standard dovranno valutare l'impatto delle nuove metodologie di stima del risk weight per asset class e rilevarne l'impatto sulle strategie di impieghi e di pricing;

iv) la composizione e l'anzianità delle posizioni deteriorate a fini calendar provisioning dovrà essere esaminata, al fine di distinguere e guidare proattivamente le deduzioni a capitale e il livello di capitale interno a fronte dei crediti più o meno recenti in portafoglio;

v) la rilevanza di NPLs rispetto al totale impieghi per singola business unit e/o divisione sarà uno dei driver per ricostruire la causa dietro possibili add-on ai requisiti di capitale P2R, al pari delle scelte dietro le circostanze bank-specific di full repayment in condizioni post-forbearance.

Concentrandosi sugli impatti derivanti dalle regole finali di Basilea III, ad esempio, l'introduzione dell'output floor potrà causare un maggior assorbimento di capitale in termini di TREA per i

portafogli ad alto gap tra risk density IRB e risk weight con approccio standard; al contempo, la composizione di portafoglio a livello consolidato sarà un fattore fondamentale per determinare le dinamiche di RORAC/EVA, con potenziali effetti compensativi e/o distorsivi da gestire in modo accurato sui singoli portafogli.

5.2. L'evoluzione nella gestione strategica del capitale

Ad oggi la gestione strategica del capitale opera in prevalenza secondo una logica "Pillar 1 plus", dove l'allocazione del capitale ed il disegno dei target sono principalmente guidati da metriche di I Pilastro di natura risk; a queste possono essere integrati eventuali aggiustamenti in funzione delle stime di capitale interno, riserve di liquidità ed impatti leva.

È in corso un'evoluzione della gestione strategica del capitale che dovrà ampliare il proprio ambito di azione e di interesse per considerare i seguenti elementi di novità:

ii) inclusione di ulteriori metriche quali: il capitale economico - complessivo e legato ai singoli rischi, la leva finanziaria, il requisito MREL, gli specifici buffer manageriali e i supporting/penalty factor dedicati;

iii) stima delle metriche di redditività netta utilizzando una prospettiva che includa tutti i costi, anche quelli di capitale;

iv) identificazione di combinazioni di prodotti ad alta creazione di valore ed alta probabilità di collocamento, differenziati per clientela target.

Si attendono così sfide rilevanti, che richiedono interventi sempre più in ottica 'full risk' e 'full cost', tra cui principalmente:

ii) il ricorso estensivo dei dati gestionali per gestire proattivamente le proiezioni in arco piano;

iii) il consolidamento dei modelli di pianificazione per assicurare la valutazione di eventuali perdite occulte ed intervenire con mitigazioni mirate;

iv) il consolidamento del framework di stress testing in termini di adeguatezza metodologica (scenario analysis vs sensitivity) in ottica integrata solvency-liquidity.

Riferimenti bibliografici

Arroyo, J. M., Colomer, I., García Baena, R., & González Mosquera, L. M. (2012). Comparing risk-weighted assets: the importance of supervisory validation processes. Estabilidad financiera. Nº 22 (mayo 2012), p. 9-29.

Barucci, E., & Milani, C. (2018). Do European banks manipulate risk weights? International Review of Financial Analysis, 59, 47-57.

Behn, M., Haselmann, R., & Wachtel, P. (2016). Procyclical capital regulation and lending. The Journal of Finance, 71(2), 919-956.

BIS (2017) Basel III: Finalising post-crisis reforms.

BIS (2001) "The Internal Ratings-Based Approach" Supporting Document to the New Basel Capital Accord, Issued for comment by 31 May 2001, January 2001. Consultative Document.

Böhnke, V., Ongena, S., Paraschiv, F., & Reite, E. J. (2022). Back to the Roots of Internal Credit Risk Models: Why Do Banks' Risk-Weighted Asset Levels Converge over Time? Swiss Finance Institute Research Paper, (22-33).

Cannata F., Casellina S., Guidi G. (2012). Inside the labyrinth of Basel risk-weighted assets: how not to get lost, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), Banca d'Italia.

Cucinelli, D., Di Battista, M. L., Marchese, M., & Nieri, L. (2018). Credit risk in European banks: The bright side of the internal ratings based approach. Journal of Banking & Finance, 93, 213-229.

EBA (2019). Basel III Reforms: Impact Study And Key Recommendations. (by Malikkidou, D.)

EBA (2019). Basel III reforms: Updated impact study.

Esho, N., Farag, M., & Zuin, C. (2020). Variability in Risk-Weighted Assets: What Does the Market Think? BIS, 2020.

Ferri, G. and V. Pesic (2017). Bank regulatory arbitrage via risk weighted assets dispersion. Journal of Financial Stability 33 (12), 331–34

Gallo, R. (2021). The IRB approach and bank lending to firms. Bank of Italy Temi di Discussione (Working Paper) No, 1347.

Mariathasan, M., & Merrouche, O. (2014). The manipulation of basel risk-weights. Journal of Financial Intermediation, 23(3), 300-321.

Mascia, D. V., Keasey, K., & Vallascas, F. (2016). Did Basel II affect credit growth to corporate borrowers during the crisis? In Financial Crisis, Bank Behaviour and Credit Crunch (pp. 83-94). Springer, Cham.

Montes, C. P., C. T. Artigas, M. E. Crist´ofoli, and N. L. San Segundo (2018). The impact of the IRB approach on the risk weights of European banks. Journal of Financial Stability 39, 147–166.

2. COMPLETAMENTO DELLA BANKING UNION E RIFORMA DEL FRAMEWORK DI GESTIONE DELLE CRISI

Elisa Coletti, Guido Faltoni, Stefano Patruno♦

• *L'Unione Bancaria, a dieci danni dal suo lancio, rimane ancora un progetto incompiuto.*
• *Progressi importanti sono stati fatti a livello sia istituzionale (con la creazione di SSM e SRB), sia da parte dei gruppi bancari europei, con gli sforzi per costituire ingenti riserve di capitale e passività assoggettabili a bail-in, in caso di crisi.*
• *I pilastri della risoluzione bancaria e dell'assicurazione dei depositi rimangono però incompleti. Il regime del bail-in, e i requisiti che lo accompagnano, mal si prestano a gestire crisi di istituti bancari di medie e piccole dimensioni, creando così un vuoto normativo a livello europeo.*
• *Lo schema di assicurazione dei depositi europeo, EDIS, è rimasto bloccato nelle discussioni legislative. L'incompletezza dell'architettura aiuta a spiegare anche le difficoltà del consolidamento transnazionale e dell'emergere di nuovi gruppi bancari europei.*
• *Le discussioni sui tavoli europei sono riprese con l'obiettivo di trovare una soluzione olistica al completamento dell'Unione Bancaria, che attraverso un processo con fasi predefinite porti a compimento i temi rimasti aperti (roadmap).*
• *Il presente contributo ha l'obiettivo di chiarire e legare tra di loro tutte queste problematiche, dando una prospettiva di medio periodo sugli sforzi ancora da compiere.*

1. Premessa

Nonostante i notevoli progressi compiuti dal suo lancio avvenuto nel 2012 con la decisione del summit della zona euro[1], l'Unione Bancaria rimane ancora un progetto incompleto. Da allora molti passi importanti sono stati fatti, dalla creazione del Meccanismo di Vigilanza Unico alla creazione di un'Autorità di Risoluzione bancaria europea (*Single Resolution Board* – SRB), passando per un corpus normativo di grande armonizzazione del quadro della regolamentazione bancaria.

La direttiva sulla prevenzione e gestione delle crisi bancarie (*Bank Recovery and Resolution Directive* – BRRD) è stata adottata nel 2014 nel contesto delle riforme post-crisi finanziaria, allo scopo di dotare la nascente Unione bancaria di regole uniformi per la gestione delle crisi bancarie a livello nazionale e fornire un quadro di riferimento comune per le crisi transfrontaliere. Insieme al regolamento sul Meccanismo di risoluzione unico (*Single Resolution Mechanism Regulation* - SRMR) e alla direttiva relativa ai sistemi di garanzia dei depositi (*Directive on Deposit Guarantee Schemes* – DGSD) la BRRD forma parte integrante del cosiddetto Codice unico europeo (*Single rulebook*) che è l'asse portante dell'Unione Bancaria e del mercato unico sui servizi finanziari[2].

♦ Intesa Sanpaolo. Le opinioni espresse sono esclusivamente degli autori e non rappresentano la posizione ufficiale della Banca. Le informazioni su cui si basa il presente contributo sono aggiornate al 11.05.2022.

[1] Si veda lo statement del Summit Area euro del 29 giugno 2012, dove i Capi di Stato e Governo dei paesi dell'euro dichiaravano "*imperativo spezzare il circolo vizioso tra banche e debito sovrano*".

[2] Per i riferimenti legislativi si veda: per la BRRD, la direttiva 2014/59/UE, per la SRMR il regolamento 806/2014 e per la DGSD la direttiva 2014/49/UE, che ha aggiornato la Direttiva 1994/19.

Accanto a questa grande integrazione istituzionale, notevoli sforzi sono stati compiuti negli ultimi anni anche dal settore bancario nel dotarsi di fondi propri e passività assoggettabili al *bail-in*, compiendo una vera rivoluzione copernicana nel modo di finanziarie e gestire future crisi bancarie senza fare ricorso a soldi pubblici. Il *bail-in* insieme alla definizione di piani di gestione delle crisi da parte di banche e autorità di risoluzione, sempre più dettagliati e diretti ad ogni aspetto del *business* bancario, hanno permesso di ridurre in maniera considerevole la minaccia del *too-big-to-fail,* dimostrando così di aver appreso una delle lezioni più importanti della crisi finanziaria del 2008. Accanto a questi enormi progressi, rimane però ancora del lavoro incompiuto. Se da un lato l'integrazione regolamentare e istituzionale non sono ancora completate – e l'edificio dell'Unione Bancaria rimane senza uno dei suoi pilastri principali, l'assicurazione comune dei depositi – dall'altro a questa integrazione non è seguito l'emergere di gruppi bancari veramente europei. Le stesse istituzioni europee continuano a spingere per consolidamenti bancari transnazionali.

Prima di addentrarci nella descrizione degli attuali limiti del quadro legislativo, e quindi delle possibili modifiche che ci possiamo attendere nel prossimo futuro, è bene esplicitare la loro interrelazione con alcuni temi fondamentali che, presi assieme, concorrono al dibattito in corso sull'Unione Bancaria. Tutti questi aspetti, che elencheremo brevemente qui di seguito, saranno affrontati più diffusamente nel corso della trattazione, per terminare con la descrizione della *roadmap* verso il completamento dell'Unione bancaria in discussione all'Eurogruppo.

Prima di tutto la creazione di un sistema europeo di assicurazione sui depositi bancari (*European Deposit Insturance Scheme* – EDIS): è infatti noto che all'Unione Bancaria manca ancora il terzo pilastro. Lo scopo di EDIS è proteggere in egual misura, in caso di insolvenza della propria banca, tutti i depositanti dell'UE; grazie a EDIS la protezione del depositante deve prescindere dalla solvibilità dei sistemi nazionali di garanzia dei depositi (*Deposit Guarantee Schemes* – DGS).

È noto che dalla pubblicazione della proposta da parte della Commissione Europea si è assistito a uno stallo legislativo tra i co-legislatori europei, Parlamento europeo e Consiglio dell'UE. Lo stallo ha assunto motivazioni di ordine politico e ha visto paesi essenzialmente del nord Europa, con l'imprimatur della Germania, opporsi all'istituzione di EDIS per tutelare i propri DGS nazionali (e le proprie opinioni pubbliche) dal dover soccorrere DGS di altri paesi considerati "poco virtuosi", nel caso di crisi bancarie in questi ultimi. EDIS resta rivendicato essenzialmente dai soli paesi del sud, oltre che dalle istituzioni UE (in testa BCE e SRB).

Il quadro generale è stato ulteriormente complicato da due elementi che sono venuti a introdursi nel contesto dell'Unione Bancaria. Citiamo il trattamento prudenziale dei titoli sovrani presenti nei bilanci bancari, che alimenterebbero l'instabilità finanziaria dovuta al legame tra banche e debito sovrano (il c.d. *doom-loop*[3]), e successivamente il dibattito tra autorità dei paesi di origine dei principali gruppi bancari europei e autorità dei paesi ospitanti le loro controllate (c.d. dibattito *home/host*).

Questi elementi erano già ben presenti nella dichiarazione programmatica che fece l'allora Ministro delle Finanze tedesco Scholz nel

[3] Per un inquadramento del tema si veda Zoli, E. e S. Sgherri (2009), "*Euro area sovereign risk during the crisis*", IMF Working Paper No. 09/222.

novembre 2019[4], quando sostenne che tali temi andassero affrontati congiuntamente in modo da interrompere l'infruttuoso dibattito acceso da chi voleva ottenere un'effettiva riduzione dei rischi prima di discutere della ripartizione degli stessi tra i vari paesi (*risk reduction* vs *risk sharing*).

Dopo un periodo di stallo il dibattito ha di recente ripreso vigore sotto l'azione del presidente irlandese dell'Eurogruppo, Paschal Donohoe, che ha preso formalmente l'impegno di far approvare la *roadmap* sulla Banking Union. In caso di accordo politico a giugno è quindi ragionevole attendersi, nei mesi successivi, la presentazione da parte della Commissione Europea di alcune proposte legislative, in primis sul quadro di gestione delle crisi bancarie, sul quale la Commissione sta lavorando da tempo, e che è stato oggetto di una consultazione pubblica nel 2021.

Il presente contributo ha come obiettivo quello di chiarire e legare tra di loro tutte queste problematiche ancora sui tavoli europei, dando una prospettiva di medio periodo sugli sforzi ancora da compiere verso il completamento dell'Unione Bancaria. La trattazione si limiterà a tematiche strettamente bancarie senza spingersi a indagare altre aree di integrazione europea ancora incompiute – come ad esempio quella di una politica fiscale comune, o la creazione di un'Unione dei Capitali europea – che rimangono ovviamente elementi fondamentali per una genuina Unione monetaria[5].

Il paragrafo 2 fa il punto sui progressi compiuti fino ad oggi dal sistema bancario nel costruire i fondi propri e le passività sottoponibili a *bail-in*. Il Paragrafo 3 introduce elementi lasciati incompiuti nel quadro di risoluzione bancaria, in particolare in relazione alle banche di piccole dimensioni per le quali le regole pensate per affrontare il problema del *too-big-to-fail* possono risultare sproporzionate. Alla luce di ciò, il Paragrafo 4 introduce il tema delle regole sugli aiuti di stato, che hanno giocato un ruolo particolarmente importante in Italia. Il Paragrafo 5 è dedicato a EDIS e alle problematiche, principalmente politiche, legate alla sua possibile creazione. Il Paragrafo 6 si concentra sui fattori che contribuiscono a ostacolare il consolidamento bancario a livello europeo e indaga le tensioni tra le autorità dei paesi *home* e *host* preposte alla supervisione, spesso non coordinata, dei gruppi bancari europei. Infine, il Paragrafo 7 offre un orizzonte sui prossimi passi e le iniziative che ci si può attendere a livello europeo, a cominciare dalla *Roadmap* per il completamento dell'Unione Bancaria in discussione in seno all'Eurogruppo.

2. Il punto su MREL

Dopo otto anni dall'implementazione della BRRD nell'UE e dall'avvio dell'Unione bancaria con la successiva costituzione del Meccanismo Unico di Risoluzione, le Autorità preposte hanno fatto molti progressi nella definizione delle strategie di risoluzione e nell'adozione di decisioni MREL (Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities). L'SRB ha aggiornato le proprie policy negli anni (cfr. *infra*) e si è concentrato su aspetti strumentali ad assicurare la stabilità finanziaria: oltre all'attenzione alla capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione degli istituti in crisi, citiamo la loro continuità operativa e il loro accesso alle infrastrutture di mercato.

Anche le banche hanno fatto molti passi avanti nei processi interni in ambito di recovery e resolution, in particolare nelle attività connesse alla

[4] Si veda: Scholz, O. "Germany will consider EU-wide bank deposit reinsurance", Financial Times, 5 novembre 2019.

[5] Per una visione omnicomprensiva degli sforzi da compiere si veda il Rapporto dei 5 Presidenti europei sul completamento dell'Unione economica e monetaria del giugno 2015.

predisposizione di piani specifici per entrambe le situazioni di crisi, condivisi periodicamente con le autorità preposte, e nella costituzione del requisito minimo di fondi propri e passività soggette a bail-in. Le banche significative, in primis quelle globali, risultano in linea con la tabella di marcia per la costituzione dei buffer MREL.

L'SRB sta predisponendo i resolution plan per tutte le banche sotto la sua responsabilità (119 a inizio 2022, di cui le 115 *significant* soggette a supervisione diretta della BCE e 4 banche caratterizzate da attività cross-border). Con riguardo alle strategie di risoluzione identificate banca per banca nell'ambito di tali piani[6], EBA riporta che nell'UE-27 lo strumento del *bail-in* rimane la strada primaria per le banche più grandi. Su 260 decisioni assunte dalle autorità UE fino a maggio 2021 relativamente a gruppi assoggettabili a risoluzione e rappresentativi dell'80% del totale attivo delle banche dell'UE-27, la strategia del *bail-in* è stata identificata in 141 casi riguardanti 22,7 trilioni di totale attivo, il 75,4% del mercato domestico dell'UE. L'opzione del trasferimento, in tutto o in parte della banca in eventuale dissesto a una acquirente o a una banca-ponte, è stata la strategia prescelta in 107 casi di gruppi più piccoli, rappresentativi del 3,5% del mercato domestico UE-27 in termini di totale attivo. Inoltre, dalle decisioni riportate all'EBA risulta che la strategia cosiddetta *single point of entry* – SPE rappresenta l'approccio prevalente scelto dalle autorità di risoluzione (per una quota del 71% del totale attivo dell'UE) e quella *multiple point of entry* – MPE è stata prevista solo nell'11% dei piani di risoluzione (8% del mercato domestico UE in termini di totale attivo).

TAB. 1 - Totale attivo e n° di gruppi UE per strategia di risoluzione delle entità soggette a MREL esterno, dati a dicembre 2020

Strategia di risoluzione	N° di decisioni (*)	% sul totale decisioni (*)	Totale attivo (EUR mld)	% sull'attivo delle banche del campione
Bail-in	141	54%	22.700	95,3%
Trasferimento	107	41%	1.002	4,6%
Liquidazione	12	5%	16	0.1%
Totale	**260**		**23.818**	

Nota: (*) Decisioni delle Autorità di risoluzione. Fonte: EBA Quantitative Report on MREL, 2022, aprile 2022

Accanto alla predisposizione dei piani di risoluzione e all'assegnazione degli obiettivi di MREL, il SRB in questi anni si è occupato direttamente della risoluzione nel contesto di crisi bancarie solo in un numero circoscritto di casi. Tra questi, la recentissima esperienza del gruppo Sberbank Europe offre alcuni nuovi spunti di riflessione.

Sberbank Europe è uno dei sette gruppi bancari austriaci vigilati direttamente dalla BCE, rientrante tra le banche significative del Paese per la rilevanza delle sue attività cross-border, nonostante la dimensione contenuta, con un totale attivo consolidato pari a 13,6 miliardi al 31/12/2021, 185 sportelli e circa 3.900 dipendenti in Europa. Il 28 febbraio 2022 la BCE ha valutato

[6] Tra i quattro strumenti attivabili in una risoluzione, accanto al *bail-in*, gli altri previsti sono la cessione dell'attività d'impresa (*sale of business*), la banca-ponte (*bridge institution*) e la separazione delle attività (*asset separation*).

che le tre banche del Gruppo sottoposte alla sua diretta supervisione, la capogruppo Sberbank Europe AG con sede in Austria[7] e le due controllate in Croazia e Slovenia, erano in una situazione di dissesto o di probabile dissesto (FOLTF - *failing-or-likely-to-fail*). Appartengono al Gruppo altre controllate con sede in Paesi dell'UE ma non dell'Unione Bancaria (Repubblica Ceca, Ungheria) e in paesi terzi all'UE dell'Europa Sud-Orientale (Serbia e Bosnia ed Erzegovina).

La dichiarazione FOLTF sulle tre banche è stata motivata dal grave deterioramento della loro situazione di liquidità a causa dei deflussi significativi di depositi come conseguenza dell'impatto reputazionale delle tensioni geopolitiche, dopo l'invasione russa dell'Ucraina e il primo pacchetto di sanzioni, avendo constatato l'insussistenza di misure disponibili che potessero offrire una possibilità realistica di ripristinare la posizione di liquidità a livello di gruppo e delle due controllate.

Conseguentemente, SRB il 1° marzo 2022 ha deciso di non procedere alla risoluzione della Banca capogruppo in quanto non necessaria a fini di *interesse pubblico* (cfr. successivo Paragrafo 3). Le funzioni svolte dalla Banca non sono state considerate critiche e si è ritenuto improbabile che il dissesto potesse procurare effetti negativi significativi sulla stabilità finanziaria in Austria. La procedura di insolvenza è stata quindi presa in carico dalla *National Resolution Authority* - NRA austriaca secondo il diritto nazionale.

All'opposto, per le due controllate con sede nell'Unione bancaria, SRB ha deciso che la risoluzione fosse necessaria nell'interesse pubblico. Nel caso della banca slovena Sberbank banka d.d., per assicurare la continuità della funzione critica del credito alle PMI e per evitare effetti negativi significativi sulla stabilità finanziaria nel paese di insediamento. Nel caso della banca croata Sberbank d.d. l'azione di risoluzione è stata ritenuta necessaria e proporzionata per evitare effetti negativi significativi sulla stabilità finanziaria.

La risoluzione è stata attuata attraverso lo strumento della vendita del business, a Nova Ljubljanska Banka d.d. della banca slovena Sberbank banka d.d., alla croata Hrvatska Poštanska Banka di Sberbank d.d., con pieno e regolare proseguimento dell'attività di entrambe le banche colpite dalla crisi di liquidità.

Il caso Sberbank è interessante in quanto è il primo, tra i pochi affrontati da SRB in questi anni, ad aver riguardato un gruppo bancario con attività cross-border relativamente significativa, presente in otto paesi con diverse giurisdizioni. La crisi è stata gestita in modo coordinato secondo una strategia articolata, che ha visto l'intervento della BCE, dell'SRB e di una pluralità di autorità di risoluzione nazionali, e ciononostante è stata attuata in tempi molto rapidi. Da parte dell'SRB, la valutazione dell'interesse pubblico delle due piccole entità in Slovenia e Croazia è stata ricondotta principalmente alla necessità di tutela della stabilità finanziaria. La risoluzione ancora una volta è stata attuata senza attivazione del *bail-in*, attraverso lo strumento della cessione di attività. Da notare che la strada della liquidazione è stata percorsa anche per le altre due banche dell'UE mentre per le tre banche del Gruppo con sede al di fuori dell'UE è stata perfezionata la cessione del business. Il posizionamento delle banche nei singoli mercati bancari di insediamento sembra giustificare la scelta tra la liquidazione e la risoluzione, come si può notare dalle informazioni sintetizzate nella TAB. 2.

[7] Si precisa che il 100% di Sberbank Europe AG è detenuto da Sberbank Russia a sua volta controllata al 50% + 1 voto dalla Federazione Russa.

TAB. 2 - Informazioni chiave sulla gestione della crisi del Gruppo Sberbank Europe AG

	Banca / Paese	Strategia di gestione della crisi	Totale attivo a fine 2020 (EUR mln)	Quota su TA (%)	Numero Sportelli	Quota su sportelli (%)
Banking Union	Sberbank Europe AG, Austria	Liquidazione	2.479	0,2	1	0
	Sberbank d.d., Croazia	Risoluzione, cessione a Croatian Postbank	1.371	1,9	31	3
	Sberbank banka d.d., Slovenia	Risoluzione, cessione a NLB	1.823	3,4	12	3
UE non-BU	Sberbank CZ, a.s., Rep. Ceca	Liquidazione	3.359	1,1	24	1
	Sberbank Magyarország Zrt, Ungheria	Liquidazione	1.216	0,8	27	1
Paesi non-UE	Sberbank Srbija a.d., Serbia	Risoluzione, cessione ad AIK Banka	1.257	3,0	33	2
	Sberbank a.d. Banja Luka, BIH	Risoluzione, cessione a Nova Banka	469	9,5	27	8
	Sberbank BH d.d. Sarajevo, BIH	Risoluzione, cessione ad ASA Banka	766	6,2	32	8

Fonte: Economic Governance Support Unit (EGOV), Briefing 10 March 2022, prepared in view of an ordinary Public hearing with Elke König, Chair of the Single Resolution Board, ECON on 14 March 2022

Nel panorama dei piani di risoluzione che, secondo l'EBA[8] e come sopra riportato, vedono la prevalenza di strategie di gestione delle crisi bancarie basate sullo strumento del *bail-in*, una delle pietre miliari è il requisito per gli intermediari di avere, in ogni momento, livelli adeguati di fondi propri e di passività per assicurare una risoluzione credibile e fattibile.

Come anche per altri requisiti prudenziali, l'introduzione del MREL è stata attuata secondo un percorso graduale, a cui si è tuttavia associata la parallela evoluzione del contesto regolamentare specifico. Alle varie fasi di costituzione del MREL, assegnato dapprima alle banche grandi e poi gradualmente esteso alle più piccole, si sono infatti affiancati interventi al quadro normativo per la risoluzione delle banche dell'Unione europea, che hanno introdotto modifiche con riferimento alla capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione degli enti creditizi e delle imprese di investimento. Le modifiche sono state attuate attraverso il cosiddetto *Banking Package*, approvato nel 2019, che, tra l'altro, comprende emendamenti al framework UE di risoluzione composto dalla BRRD (emendata attraverso la direttiva UE/2019/879 - BRRD2) e dal SRMR (emendato dal Regolamento UE/2019/877 - SRMR2).

I principali cambiamenti apportati dagli emendamenti del *Banking Package* riguardano le regole di subordinazione, l'introduzione di un requisito MREL basato sull'esposizione

[8] Si veda EBA Quantitative MREL report, as of 31 December 2020, EBA/REP/2022/09, pubblicato il 22 aprile 2022.

complessiva, un MREL interno per gli intermediari non assoggettati a risoluzione e il TLAC (Total Loss-Absorbing Capacity) per le banche sistemiche globali, le G-SII.

In particolare, la BRRD2 ha sostituito l'indicatore parametrato al TLOF (*Total Liabilities and Own Funds*) previsto nella prima versione della direttiva con una coppia di requisiti paralleli, introducendo un requisito basato sulla misura di esposizione del leverage ratio (LRE – *Leverage ratio exposure*) che coesiste affiancato al MREL espresso come percentuale dell'esposizione al rischio (TREA - *Total Risk Exposure Amount*, equivalente ai RWA). Il primo dei due requisiti suddetti è calibrato a un livello tale da ricapitalizzare una banca in dissesto in modo da ripristinare la conformità col leverage ratio.

Il requisito minimo MREL che le banche devono rispettare è ora il maggiore tra quello calcolato in percentuale dell'esposizione al rischio dell'intermediario stesso e quello basato sulla misura dell'esposizione complessiva, non ponderata per il rischio, come determinata ai fini del coefficiente di leva finanziaria. Per le banche per le quali è prevista la risoluzione, esso viene calcolato in relazione alla necessità di coprire eventuali perdite e di assicurare la ricapitalizzazione, per un importo sufficiente a ripristinare i requisiti per l'autorizzazione all'attività e per conservare la fiducia del mercato. Per gli intermediari per cui è prevista la liquidazione, il requisito è inferiore e viene calcolato in relazione alla necessità di coprire le sole perdite, ed è di norma pari ai requisiti di capitale, salvo eventuali aggiustamenti ritenuti necessari dall'Autorità di risoluzione per ragioni di stabilità finanziaria.

La BRRD2, inoltre, ha stabilito regole armonizzate più restrittive in termini di subordinazione degli strumenti ammissibili al MREL. In particolare, per gli intermediari soggetti a risoluzione è stato definito un gruppo di banche Pillar 1, per le quali sono stati formulati requisiti di subordinazione più stringenti, che include la categoria delle G-SII e una nuova categoria di grandi banche, le cosiddette "*top-tier bank*", aventi come requisito una dimensione di bilancio superiore a EUR 100mld e quindi tutte rientranti tra le O-SII. A queste due categorie si possono aggiungere altre banche selezionate dalle NRA (cosiddette altre banche Pillar 1) che, pur non essendo G-SII né top-tier, sono considerate suscettibili di rappresentare un rischio sistemico in caso di dissesto e che pertanto vengono assoggettate a un trattamento simile a quello delle top-tier. Per ciascuna di queste categorie di banche è previsto un requisito minimo di subordinazione di primo pilastro parametrato, come già detto per il requisito complessivo, a TREA (RWA) e LRE con l'aggiunta di un floor dell'8% del TLOF, sotto il quale le risorse subordinate delle banche Pillar 1 non devono andare, salvo deroghe caso per caso da parte delle Autorità di risoluzione. A complicare il quadro, qualora per le banche top-tier la componente del TLOF dovesse portare a un ammontare di strumenti subordinati superiore al 27% del TREA, è stato fissato un massimo del 27% TREA per il requisito di subordinazione di questa categoria di banche. Tale tetto non si applica alle altre banche Pillar 1. Per dettagli si veda la TAB. 3.

Inoltre, per un sottoinsieme di G-SII e di banche top-tier, e in determinate condizioni, l'Autorità di risoluzione può imporre un requisito di subordinazione addizionale di secondo pilastro.

TAB. 3 - Requisito minimo di subordinazione di primo pilastro per le banche Pillar 1

Categoria di Banche Pillar 1	Requisito minimo di subordinazione
G-SII (*)	Max (18% TREA (+CBR); 6,75% LRE; 8% TLOF)
Banche Top-Tier	Max (13,5% TREA (+CBR); 5% LRE; min (8% TLOF; 27% TREA))
Altre banche Pillar 1 (**)	Max (13,5% TREA (+CBR); 5% LRE; 8% TLOF)

Note: (*) Il criterio per le G-SII riflette lo standard del TLAC con un floor aggiuntivo dell'8% TLOF.
(**) il criterio è analogo a quello delle banche Top-Tier escluso il cap del 27% TREA.
Fonte: SRB, Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities (MREL), SRB Policy under the Banking Package, May 2020

Per tutte le altre banche (quelle non Pillar 1) il requisito di subordinazione è basato su una valutazione *bank specific* da parte dell'autorità di risoluzione, in modo da evitare il mancato rispetto del principio del "*no creditor worse off*" (NCWO), cioè di non penalizzare il creditore in una risoluzione rispetto alla situazione che si sarebbe prodotta in caso di liquidazione.

La BRRD2 ha introdotto il concetto di MREL interno (IMREL), coerentemente con il TLAC interno. L'MREL interno è considerato un elemento chiave del framework di risoluzione in quanto assicura che le risorse emesse esternamente siano distribuite in modo appropriato nell'ambito del gruppo bancario assoggettabile a risoluzione. E' importante che le risorse finanziarie destinate a coprire le perdite siano distribuite internamente per evitare il rischio che nel caso una controllata incorra in perdite consistenti, il resto del gruppo sia riluttante a, o non abbia la capacità di, iniettare risorse aggiuntive. L'MREL interno si applica alle istituzioni finanziarie facenti parte di un gruppo assoggettabile a risoluzione. Queste sono tenute a emettere all'interno del gruppo strumenti di debito idonei che verrebbero acquistati da loro entità controllanti. Nel caso la controllata in questione raggiunga il punto di dissesto, gli strumenti emessi saranno svalutati o convertiti in azioni e le perdite saranno trasferite all'entità di risoluzione. A certe condizioni, l'autorità di risoluzione può rinunciare all'applicazione del MREL interno, ad esempio quando sia assicurato il pieno trasferimento di risorse all'interno del gruppo assoggettato a risoluzione o quando controllata e capogruppo hanno sede nel medesimo Stato membro dell'UE. Inoltre, l'autorità di risoluzione può consentire che il requisito del MREL interno sia soddisfatto in tutto o in parte con una garanzia fornita dall'entità di risoluzione.

Alla luce del rinnovato quadro normativo, nel maggio 2020 il Single Resolution Board - SRB ha diffuso la nuova Policy conforme al *Banking Package*, che introduce significative innovazioni in materia di MREL rispetto alle policy adottate in precedenza. Le decisioni da parte del SRB che implementano il nuovo framework sono state prese nell'ambito del ciclo di resolution planning del 2020 e comunicate alle banche a inizio 2021. Le banche possono beneficiare di un periodo transitorio, fino al 1° gennaio 2024, per l'adeguamento ai nuovi obiettivi MREL, inclusa la subordinazione, con applicazione di target intermedi per incentivare la progressiva costituzione di un adeguato cuscinetto di strumenti computabili. Sono stati fissati due obiettivi intermedi: un primo obiettivo vincolante da raggiungere entro il 1° gennaio 2022, inclusa la subordinazione, e un secondo intermedio di

natura informativa per il 1° gennaio 2023. In particolare, insieme all'obiettivo totale loro assegnato, entro il 1° gennaio 2022 le G-SII dovevano rispettare il requisito TLAC fully-loaded e le top-tier e le altre banche Pillar1 devono aver raggiunto il requisito di subordinazione MREL-Pillar 1 (come da TAB. 3).

A maggio 2021 SRB ha diffuso l'ultimo aggiornamento della policy applicabile in materia di MREL che introduce alcuni nuovi elementi e affinamenti, sempre basati sui cambiamenti richiesti dal banking package del 2019. In particolare, la policy aggiornata ha previsto che, in caso di violazione del *Combined Buffer Requirement* (CBR), considerato in aggiunta al MREL espresso in termini di TREA, o di violazione del MREL stesso, SRB possa limitare la distribuzione di dividendi e il pagamento delle cedole sugli strumenti AT1, nonché la corresponsione delle remunerazioni variabili per un ammontare superiore al *Maximum distributable amount related to MREL* (M-MDA).

Sulla base di questo quadro, prosegue l'avvicinamento dei cuscinetti MREL agli obiettivi. I dati diffusi trimestralmente dal SRB mostrano che al 31 dicembre 2021, per gli 81 gruppi soggetti a risoluzione e ricadenti nell'ambito del mandato dell'Autorità unica, l'obiettivo MREL finale al 2024 risulta pari a 26,2% del TREA incluso il CBR (per dettagli a livello di paesi dell'Unione bancaria si veda la TAB. 4). L'obiettivo finale di subordinazione è pari a 20,98%, come media calcolata considerando solo le banche a cui è stato assegnato un obiettivo di subordinazione (la media è più bassa se riferita all'intero campione). In termini assoluti, il cuscinetto obiettivo complessivo di MREL ammonta a 1.896 miliardi, quello composto dai soli strumenti subordinati a 1.374 miliardi. L'obiettivo intermedio al 1° gennaio 2022 è pari al 24,97% del TREA, incluso il CBR.

Rispetto a questi obiettivi, lo stock di MREL in essere a fine 2021 appare in aggregato più che adeguato, essendo pari a 31,56% del TREA, superiore di 0,4% rispetto a un anno prima, e a 2.285 miliardi, con un aumento del 2,7% anno su anno a parità di campione di banche. Ancor più sono cresciuti gli strumenti subordinati, del 5,3% a/a in valore assoluto e a parità di perimetro, a 1.924 miliardi corrispondenti al 26,59% del TREA.

A fronte di una situazione media complessivamente adeguata, tra le banche assoggettabili a risoluzione alcune non risultano ancora in linea con i requisiti richiesti, evidenziando una carenza di passività idonee per i requisiti MREL complessivo e subordinato, da colmare entro il 2024. Comunque, il deficit di MREL rispetto all'obiettivo finale al 2024 continua a ridursi, portandosi a 32,6 miliardi e 0,45% del TREA a dicembre 2021 (incluso il CBR). Su base annua il calo è stato del 23,9% a perimetro di banche costante. Tuttavia, circa il 40% delle banche soggette a risoluzione hanno registrato un deficit rispetto all'obiettivo finale (incluso CBR). Le banche non-Pillar 1 si confermano quelle con maggiori progressi ancora da compiere verso il livello obiettivo. La loro quota sul deficit totale è pari al 61%, quella delle banche top-tier del 35%, le "altre banche Pillar 1" pesano per poco meno del 4%. Nessuna delle G-SII ha riportato un deficit. Quasi tutte le banche soggette a risoluzione come anche quelle non soggette a risoluzione a fine 2021 rispettavano l'obiettivo intermedio di MREL. Anche per le banche italiane significative assoggettabili a risoluzione, a dicembre 2021, la media del rapporto tra le passività idonee a soddisfare il requisito MREL e gli RWA, pari al 27,8%, si è collocata al di sopra dei requisiti intermedio e finale, rispettivamente del 23,3 e 24,6% degli RWA. Per le sei banche con totale attivo superiore a 100 miliardi, tenute a rispettare una parte del requisito con strumenti subordinati,

la dotazione di fondi propri e strumenti subordinati in rapporto agli RWA è risultata in media del 21%, rispetto ai requisiti intermedio e finale pari, nell'ordine, al 17,3 e al 19,3% degli RWA.

Nel confronto europeo, l'Italia risulta il paese col target finale più basso in termini di TREA, mentre all'altro estremo il più alto riguarda la Croazia. Con riferimento alla dotazione in essere a fine 2021, la Germania è il paese con il più alto MREL ratio, pari a 41,4%, seguono a distanza Austria (34,0%), Paesi Bassi (33,3%), Francia (30,9%).

TAB. 4 - MREL per le banche soggette a risoluzione, perimetro della Banking Union. Tutti gli indicatori riportati in tabella includono il CBR

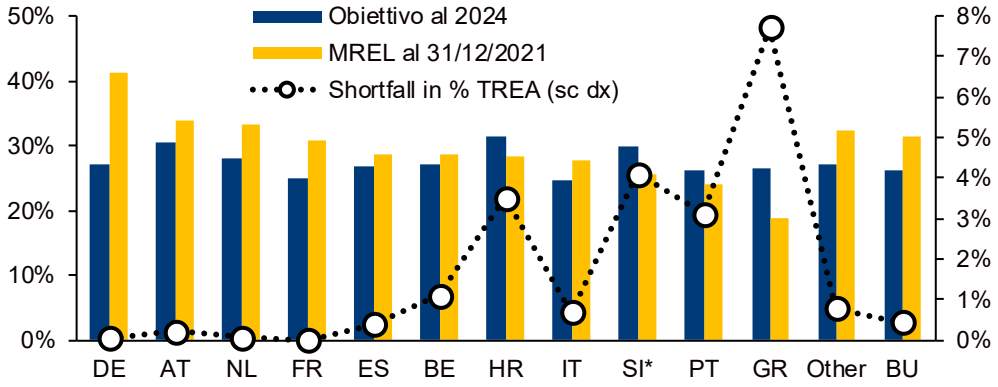
Paesi	n° gruppi	MREL target al 2024	MREL subordination target al 2024 (*)	Ammontare MREL in essere al 31/12/2021		MREL Shortfall		Subordination Shortfall	
		% TREA	% TREA	EUR mln	% TREA	EUR mln	% TREA	EUR mln	% TREA
AT	6	30,4%	12,3%	66.876	34,0%	443	0,2%	0	0,0%
BE	3	27,1%	22,3%	51.536	28,6%	2.024	1,1%	2.024	1,1%
DE	12	27,1%	24,2%	413.031	41,4%	385	0,0%	0	0,0%
ES	10	26,9%	13,5%	293.531	28,6%	4.000	0,4%	939	0,1%
FR	6	25,1%	20,8%	775.050	30,9%	0	0,0%	0	0,0%
GR	4	26,4%	0,0%	26.516	18,7%	10.966	7,7%	0	0,0%
HR	3	31,5%	0,0%	3.148	28,2%	394	3,5%	0	0,0%
IT	**11**	**24,5%**	**16,3%**	**276.937**	**27,7%**	**6.929**	**0,7%**	**3.771**	**0,4%**
NL	4	28,2%	24,9%	218.880	33,3%	525	0,1%	525	0,1%
PT	4	26,2%	3,7%	25.638	23,9%	3.344	3,1%	0	0,0%
SI	3	29,8%	0,0%	3.177	25,7%	509	4,1%	0	0,0%
Altri	15	27,0%	19,6%	129.711	32,4%	3.112	0,8%	1.672	0,4%
Banking Union	**81**	**26,2%**	**19,0%**	**2.284.029**	**31,6%**	**32.631**	**0,5%**	**8.931**	**0,1%**

Nota: (*) L'indice medio aggregato è calcolato sull'intero campione per paese e non soltanto sulle banche tenute a rispettare il requisito di subordinazione

Fonte: SRB MREL Dashboard – Q4.2021

In generale prevalgono i paesi che a fine 2021 mostrano indicatori aggregati superiori all'obiettivo finale al 2024, tra cui come già detto anche l'Italia, e un deficit relativamente contenuto. Viceversa, in quattro paesi, Croazia, Slovenia, Portogallo e Grecia, il livello in essere a fine 2021 è distante dall'obiettivo 2024 e il deficit di conseguenza è più elevato, soprattutto per la Grecia col 7,7% del TREA.

FIG. 1 - Requisito MREL al 2024, MREL in essere al 31/12/2021 e deficit (%). Banche della Banking Union



Fonte: SRB MREL Dashboard – Q4.2021

Per le banche non soggette a risoluzione, la progressiva definizione di obiettivi di MREL interno da parte del SRB è arrivata a fine 2021 a coprire 110 banche nell'ambito della Banking Union, di cui 16 italiane (banche aventi sede in Italia controllate da Gruppi bancari italiani o esteri). La tabella seguente riassume i target intermedio e finale e lo shortfall rispetto a quest'ultimo per l'aggregato delle 110 banche non assoggettate a risoluzione. Circa il 40% delle banche considerate registrava a fine 2021 un deficit rispetto all'obiettivo finale (incluso il CBR).

TAB. 5 - MREL interno al 31/12/2021, incluso CBR (110 banche della Banking Union non soggette a risoluzione)

	target al 2022	target al 2024	Shortfall verso target al 2024
% TREA	21.3%	23.7%	1.1%
EUR mln	420.5	490.9	22.0

Fonte: SRB MREL Dashboard – Q4.2021

Le evidenze aggiornate fin qui riassunte e riferite al perimetro della Banking Union confermano le indicazioni desumibili dai dati EBA su 260 decisioni relative a MREL esterno e 128 a MREL interno per altrettanti gruppi bancari e banche dell'UE – 27 con riferimento a dicembre 2020. Queste forniscono maggiori dettagli in termini di dimensioni delle banche, di composizione del funding per strumenti e di business model.

In particolare, emerge che sono in generale le banche più piccole a registrare un deficit (shortfall) tra le risorse ammesse ai fini MREL esistenti a dicembre 2020 e il requisito da rispettare alla fine del periodo di transizione

(incluso il buffer)[9]. Questo risultato, tuttavia. può in parte dipendere dalla diversa tempistica di assegnazione degli obiettivi MREL, che a queste categorie di banche sono stati generalmente attribuiti più di recente, successivamente alle decisioni che hanno riguardato i gruppi più grandi.[10]

Il report EBA segnala che da gennaio a ottobre 2021 i gruppi con deficit hanno emesso strumenti MREL solo per 10,3 miliardi (su 67,6 da coprire). In particolare, sono i gruppi O-SII e i non sistemici ad aver realizzato emissioni molto limitate.

Inoltre, mentre il deficit in aggregato si è ridotto del 41% rispetto a quanto rilevato dal report EBA precedente su basi omogenee, il ritmo di riduzione è inferiore per le banche più piccole.

Su base dimensionale e per categoria di banche si osserva anche una diversa composizione delle risorse ammissibili. In particolare, risulta un maggior ricorso a strumenti di capitale e senior non-preferred[11] per le banche sistemiche, soprattutto le G-SII, strumenti che invece sono quasi assenti tra il funding delle banche non sistemiche. Con riguardo alle O-SII le più grandi mostrano un minor livello di CET 1 delle più piccole e un maggiore livello di senior non-preferred, che invece sono scarsi per le O-SII con attivo fra 10 e 50 miliardi e completamente assenti per quelle con attivo inferiore a 10 miliardi.

In linea con quanto emerso dal confronto dimensionale, in termini di business model le banche con uno shortfall superiore alla media sono risultate quelle focalizzate sui mercati locali retail, in particolare le saving banks, le banche specializzate nel credito al consumo, le cooperative e le banche definite universali locali.

In conclusione, emerge una maggiore difficoltà delle banche più piccole a coprire il requisito sia in termini quantitativi che qualitativi, con una composizione delle risorse sbilanciata su capitale e senior unsecured.

3. Il pacchetto legislativo sulla gestione delle crisi bancarie

Il pacchetto sulla gestione delle crisi bancarie, come evidenziato in precedenza, è composto da BRRD, DGSD e SRMR e le istituzioni europee hanno da tempo avviato riflessioni per la sua revisione; già solo la consultazione del 2021 da parte della Commissione ha visto nutriti contributi da parte di un gran numero di operatori di mercato, accademici e istituzioni dell'UE[12].

Quali passi sono quindi ancora da compiere verso una maggiore armonizzazione del quadro normativo, in particolare per quanto riguarda le due direttive? In questa sede notiamo che la DGSD, rivista da ultimo nel 2014, disciplina il ruolo dei DGS riconoscendo loro, inter alia, anche ruoli diversi da quello della mera copertura dei depositi protetti. La BRRD, che ha introdotto il *bail-in* nell'UE, è stata invece già rivista con l'emanazione del pacchetto bancario del 2019. La nuova riforma del quadro di gestione delle crisi (*CMDI framework*) era inizialmente attesa alla fine del 2021 ma l'uscita è stata ritardata.

---

[9] Per dettagli sui dati qui commentati si veda EBA Quantitative Report on MREL, 2022, aprile 2022.

[10] In dettaglio, per il campione dei 260 gruppi il deficit a dicembre 2020 ammontava a 67,6 miliardi, attribuibile a 110 gruppi rappresentativi dell'11% del totale attivo dell'UE. Tra questi 1 G-SII, 45 O-SII e 62 altre banche. Rispetto all'obiettivo intermedio al 1° gennaio 2022, il deficit era limitato a 17,4 miliardi e 82 gruppi principalmente non istituzioni sistemiche. In particolare, tutte le dieci G-SII rispettavano il requisito intermedio già a fine 2020.

[11] Categoria considerata ai fini del requisito di subordinazione e più costosa del funding senior preferred.

[12] Si veda la consultazione pubblica sulla revisione del quadro di gestione delle crisi e sulla garanzia dei depositi bancari, lanciata il 26 gennaio 2020.

Dalle riflessioni e discussioni portate avanti dalle istituzioni europee, in particolare dalla Commissione Europea insieme ai gruppi di lavoro tecnici del Consiglio dell'UE[13], è apparso chiaro come l'intero assetto legislativo non riesca a superare la dicotomia tra le grandi banche che in caso di crisi andranno in risoluzione (e soggette quindi al SRMR) e le banche medio-piccole, che non superando il test di interesse pubblico (PIA, *public interest assessment*), pre-requisito per la risoluzione, saranno quindi gestite secondo le leggi di insolvenza nazionali, profondamente diverse tra loro. La risoluzione, sotto l'egida del SRB, è stata peraltro finora testata in casi estremamente limitati[14]. La liquidazione delle banche medio-piccole d'altro canto coinvolge anche i DGS, i fondi nazionali di tutela dei depositi. Si capisce quindi perché la riforma della BRRD sia intimamente correlata alla riforma della DGSD e, per il suo tramite, all'introduzione di EDIS.

Il punto focale sul quale riflettere è proprio l'ambito di applicazione della risoluzione. Se cioè la risoluzione debba rimanere "*for the few, not for the many*" (come emerge spesso dalle parole della Presidente dell'SRB, Elke Konig), ovvero far rientrare nell'ambito della risoluzione un numero maggiore di banche includendo quelle di minore dimensioni, e in questo caso come disciplinare l'accesso e l'utilizzo del fondo di risoluzione.

In alcuni Stati membri è innegabile che questo tema si ponga meno dal momento che i relativi sistemi bancari nazionali sono più concentrati e il mercato dominato da gruppi bancari di grandi dimensioni. In altri Stati membri caratterizzati invece da maggiore frammentazione bancaria, la presenza di molti istituti di credito di piccole dimensioni (le c.d. *Less Significant Institutions*, LSIs) pone un tema di flessibilità nella gestione delle crisi bancarie. Più nello specifico, per i gruppi di grandi dimensioni la raccolta di funding sui mercati dei capitali non costituisce un problema, potendo assicurare un livello sufficiente di passività eleggibili per il *bail-in*, al contrario di altre situazioni nelle quali la raccolta bancaria è basata prevalentemente sui depositi. Diventa quindi delicata la determinazione di quali banche "ammettere" alla risoluzione e quali regole applicare alle banche lasciate alle leggi d'insolvenza nazionali.

Allo stato attuale, dunque, se a seguito del PIA da parte del SRB emergesse un impatto sistemico sul paese di provenienza della banca insolvente, tale banca dovrebbe essere posta in risoluzione, gestita a livello centralizzato dal SRB (procedura che deve completarsi a sportelli chiusi nell'arco di un fine settimana). Qualora al contrario la crisi dell'istituto non dovesse avere un impatto significativo, quest'ultimo verrebbe liquidato dalle autorità di risoluzione nazionali secondo le regole dell'insolvenza nazionale. Un filone delle discussioni sul completamento dell'Unione Bancaria si è quindi concentrato su come riformare il PIA per renderlo più efficace. L'ambiguità attuale risiede nella definizione stessa di interesse pubblico: la classificazione effettuata dall'SRB potrebbe non coincidere con quella delle autorità nazionali. Infatti, un interesse pubblico, sebbene la banca non sia di importanza sistemica, può sussistere laddove un'insolvenza bancaria crei esternalità negative, poiché banche di piccole dimensioni rivestono comunque un ruolo nell'ottica della stabilità finanziaria, della

[13] I gruppi di lavoro del Consiglio in questo ambito sono l'*High Level Working Group* (HLWG), eminentemente politico, creato nel 2018 per sbloccare l'impasse sulla Banking Union e l'*Ad Hoc Working Party* (AHWP), gruppo più tecnico, creato già nel 2016 per trovare un consenso intorno a EDIS.

[14] L'unica risoluzione di una banca di grandi dimensioni è stata quella del Banco Popular, rilevato da B. Santander nel giugno 2017. In tempi recenti, come citato al paragrafo 2, il caso di Sberbank.

continuità delle funzioni critiche e della protezione del risparmio.

Una possibile soluzione era stata avanzata dalla Commissione Europea (e l'allora presidenza di turno tedesca) nella seconda metà del 2020, che prevedeva la possibilità di armonizzare le procedure di insolvenza creando un regime europeo di liquidazione bancaria (*Orderly Liquidation Tool*, OLT), alternativo al regime di risoluzione, e con lo scopo di evitare per quanto possibile le liquidazioni atomistiche disordinate e la distruzione di valore. Veniva proposta un'armonizzazione minima nella consapevolezza che i sistemi di gestione delle crisi bancarie sono configurati in modo molto frammentato nei vari Stati membri (basti pensare che in alcuni paesi varrebbero per le banche in crisi le stesse regole delle aziende non finanziarie, in altri le decisioni sarebbero prese dal tribunale e non da un'autorità ad hoc incaricata delle crisi bancarie). Tale OLT prevedrebbe anche azioni preventive e alternative alla mera messa in liquidazione delle banche in difficoltà, con un ruolo armonizzato dei DGS. Nel contesto di un sistema di liquidazione europeo, anche il SRB potrebbe svolgere un ruolo per assicurare l'armonizzazione del trattamento applicato in diversi contesti di crisi bancaria.

Un'altra possibile area di armonizzazione del quadro attuale riguarda la differenza nelle definizioni di insolvenza nazionale. Il punto di partenza è che la determinazione di una situazione di FOLTF potrebbe non coincidere con la definizione a livello nazionale di insolvenza bancaria. Vi sono state infatti in passato situazioni c.d. di "limbo", in cui la banca era considerata FOLTF per la BCE ma non di interesse pubblico per l'SRB (banca non sistemica), al contempo secondo la normativa nazionale non sarebbe stata ancora insolvente, conducendo ad una situazione di impasse, pregiudizievole per la stabilità finanziaria. Un possibile elemento di riforma all'interno del quadro legislativo consisterebbe quindi nello stabilire dei c.d. *trigger* di insolvenza univoci e il possibile ritiro della licenza bancaria non appena una banca sia dichiarata FOLTF.

Argomento strettamente collegato ai *trigger* di insolvenza nazionale sono le possibili misure preventive a disposizione del Supervisore in caso di crisi bancaria. Alcune modifiche nell'attuale legislazione potrebbero essere introdotte al fine di armonizzare ed eliminare le aree di sovrapposizione nei poteri di intervento precoce (*early intervention measures*). Tali poteri sono infatti disciplinati sia dalla CRD (classificati tra i poteri di supervisione) che dalla BRRD (come poteri di intervento precoce) e in certi casi tali poteri si sovrappongono.

Altra potenziale modifica riguarda la gerarchia dei creditori, al fine di tutelare il principio cardine di non penalizzare il creditore in una risoluzione rispetto alla situazione che si sarebbe prodotta in caso di liquidazione (NCWO, come anticipato nel Paragrafo 2). Tale riflessione riguarda in primo luogo i depositanti, e in seconda battuta altri creditori, come i detentori di obbligazioni bancarie (*senior creditors*). Il dibattito si è incentrato sulla *depositor preference*, ovvero la tutela accordata a varie categorie di depositanti in caso di insolvenza. Le possibili alternative spaziano tra il riconoscere ai depositi garantiti la massima priorità in caso di insolvenza (c.d. *super priority*), a un caso intermedio nel quale vi è una gerarchia nella protezione dei vari depositi (per es. prima i retail, poi quelli delle imprese), e all'estremo opposto considerare tutti i depositi in un'unica categoria. Le posizioni dei vari stakeholders istituzionali e dei vari paesi sono molto articolate e da quanto noto non è stata ancora trovata una possibile sintesi. Il tema del grado di protezione dei depositanti è cruciale perché da esso dipende anche la libertà di azione che il DGS può avere nei suoi interventi in caso di crisi bancarie.

Da ultimo citiamo proprio il ruolo dei DGS nazionali e l'ambito della loro possibile azione. Anche in questo caso le visioni e i poteri a disposizione dei DGS nei vari Stati membri sono polarizzati: da un lato il semplice rimborso dei depositanti garantiti, sostenuto da chi vede come unica alternativa alla risoluzione la messa in liquidazione della banca, dall'altro possibili interventi preventivi del DGS al fine di evitare la liquidazione atomistica che causerebbe distruzione di valore e di risorse economiche sul territorio interessato. Per assicurare un intervento del secondo tipo, supportato per esempio dalle autorità italiane, occorrerebbe rescindere il legame con la *depositor preference*, che nei fatti induce il DGS a limitarsi a rimborsare i depositi invece di esperire azioni più ampie. Al contrario altri paesi insistono su una *super priority* dei depositi, al fine di limitare ancora di più il ruolo dei DGS al semplice *pay-out* dei depositi garantiti.

Il dibattito e la letteratura recente, anche da parte delle istituzioni italiane[15], si sono soffermati su una possibile trasposizione nell'UE del modello americano del *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), in un'ottica di intervento diversificato e flessibile che tenga conto delle situazioni concrete delle banche in crisi. Tale filone di pensiero insiste sul ruolo predominante che dovrebbe assumere il *Least Cost Test* (LCT), il bilanciamento cioè tra i costi di una messa in liquidazione di una banca in crisi e quelli di misure alternative; solo nel caso in cui i secondi siano inferiori al rimborso dei depositi garantiti sarebbero permessi interventi alternativi alla liquidazione. Il modello americano è però basato sulla semplicità nella *governance*, mentre il sistema dell'UE coinvolge le autorità di risoluzione nazionali, l'SRB e la Commissione per tutti gli aspetti legati alla valutazione di possibili aiuti di stato. Inoltre, tale sistema attribuisce ad un'unica autorità pubblica la gestione delle crisi bancarie e dei fondi di risoluzione costituiti dal sistema bancario.

E' quindi agevole comprendere come forti *bias* nazionali spingano verso la scelta di andare verso una maggiore applicazione della risoluzione a livello UE ovvero mantenere un doppio binario risoluzione-OLT[16]. Ad oggi rimane da capire se l'OLT sia ancora sul tavolo o se al contrario l'orientamento generale sia di accrescere l'ambito di applicazione della risoluzione, con alcuni elementi di salvaguardia per tenere conto di eventuali differenze strutturali tra diversi istituti e modelli di business, in particolare in tema di requisiti MREL e nell'applicazione di strumenti di risoluzione alternativi al *bail-in*.

4. Aiuti di Stato alle banche

Lo scorso 17 marzo 2022 è stata lanciata una consultazione pubblica da parte della Commissione, ancora in corso al momento in cui si scrive, sul framework relativo agli aiuti di Stato alle banche in crisi, strettamente collegato al quadro legislativo sulla gestione delle crisi bancarie. I due quadri normativi hanno avuto una genesi e revisioni periodiche differenti, ma quello che qui importa notare è che l'attuale disciplina sugli aiuti di stato alle banche in crisi risale al 2013[17], prima che venisse creata l'Unione Bancaria e prima che

[15] Majnoni, Bernardini, Dal Santo, Trapanese, "The EU *bank insolvency framework: could less be more?*", Banca d'Italia, occasional papers, febbraio 2021.

[16] E' stato riportato che alcuni paesi (per es. Francia Olanda e Finlandia) siano stati particolarmente incisivi nelle discussioni in Consiglio nel sostenere per l'UE un modello improntato alla risoluzione per tutti. Le banche che non possono essere risolte dovrebbero essere celermente liquidate.

[17] European Commission (2013), "*Communication from the Commission on the application of State aid rules to support measures in favour of banks in the context of the financial crisis".*

entrasse in vigore la BRRD. Ne discende che la revisione del framework CMDI dovrebbe logicamente andare di pari passo con un aggiornamento della disciplina degli aiuti di Stato.
Il quadro in vigore del 2013 stabilisce per la prima volta la regola generale secondo la quale prima di prevedere un qualsiasi intervento pubblico a favore di banche in crisi occorra che gli azionisti e creditori subordinati partecipino alla prima tranche degli oneri (*burden sharing*), nella misura dell'8% delle passività. A seguito della crisi finanziaria e delle riflessioni a livello internazionale (in particolare a livello del *Financial Stability Board)*, l'imperativo è stato quindi quello di tutelare i contribuenti: dopo aver salvato banche in difficoltà sulle due rive dell'Atlantico, alle autorità pubbliche è stato precluso qualsiasi intervento di *bail-out* prima di un livello minimo di condivisione degli oneri da parte degli azionisti e dei creditori subordinati delle banche. A livello UE il *bail-in* e la risoluzione sono stati introdotti nell'ordinamento con la BRRD nel 2014 e prevedono un livello di condivisione fissato all'8% delle passività.
Gli obiettivi sottostanti alle norme sugli aiuti di Stato sono volti ad assicurare stabilità finanziaria, minimizzazione delle distorsioni alla concorrenza e garanzia di un *level playing field*, nonché ad accrescere la disciplina di mercato e combattere fenomeni di azzardo morale da parte degli istituti bancari. Appare pacifico che tali obiettivi siano stati perseguiti con rigore da parte della Commissione Europea[18], che è intervenuta a più riprese (DG *Competition*) per la tutela del mercato nei casi di crisi bancaria.
Attraverso la citata consultazione pubblica la Commissione intende valutare il regime degli aiuti di stato al settore bancario alla luce delle mutate realtà di mercato – in particolare dopo lo shock rappresentato dalla crisi pandemica, ma potremmo anche aggiungere dei possibili rischi di instabilità finanziaria portata dalla guerra in Ucraina – e dell'evolvere del panorama regolamentare europeo e del quadro della risoluzione bancaria. La revisione intende analizzare in che misura le norme abbiano: i) minimizzato le distorsioni alla concorrenza causate dalla concessione degli aiuti, ii) promosso una effettiva condivisione degli oneri riducendo l'ammontare dell'intervento statale e iii) garantito la ristrutturazione delle banche in difficoltà o la loro uscita ordinata dal mercato.
La consultazione esplora, inoltre, in che misura le norme attuali siano ancora adatte allo scopo, considerato il nuovo contesto normativo, e se vi sia la possibilità di semplificarle o di migliorarne il coordinamento con il quadro per la gestione delle crisi bancarie. In questo senso, andranno tenute in considerazione le implicazioni legate alla revisione in corso della BRRD e della DGSD.
Anche il giudizio sulla portata effettiva degli aiuti di Stato è soggetto a chiavi di lettura differenti. Da un lato vi sono coloro che ritengono opportuno abbandonare il rigido principio di tutela della concorrenza finora seguito dalla Commissione prevedendo la possibilità di interventi pubblici mirati anche prima della condivisione degli oneri (tornando in qualche modo ad un framework antecedente a quello del 2013). Dall'altro alcuni Stati membri ritengono che vi siano stati nell'esperienza concreta troppi interventi pubblici a favore di banche inefficienti, che sarebbero dovute uscire celermente dal mercato tramite liquidazione o risoluzione.
Collegato a quanto precede è il giudizio sugli interventi dei DGS, che secondo le due visioni opposte possono essere assimilati alla mano

[18] Si veda per esempio la decisione del 2017 relativamente a Monte dei Paschi di Siena che poneva condizioni molto rigide agli aiuti di Stato prevedendone la privatizzazione.

pubblica. La sentenza Tercas[19], annullando una precedente decisione della DG Competitività della Commissione europea, ha stabilito che l'intervento operato da un DGS privato non può essere assimilato agli aiuti di Stato. Il dibattito sulla sentenza è tuttavia aperto e non può prescindere dalla concreta configurazione che i DGS assumono nei vari stati membri. Basti pensare che mentre in alcuni casi i DGS sono istituti privatistici, all'estremo opposto in altri casi sono incorporati nel bilancio dello Stato.

Sarebbe quindi importante stabilire criteri chiari a livello UE sulla relazione tra DGS e aiuti di stato affinché fattispecie molto diverse tra loro possano essere lette in maniera univoca. Nell'ottica della sentenza Tercas, un possibile ambito di aggiornamento potrebbe essere un esplicito riconoscimento della sentenza al fine di meglio chiarire cosa sia consentito ai DGS privati affinché il loro intervento non venga assimilato ad un aiuto di stato. Ma l'argomento è altamente controverso, non solo per l'opposizione di alcuni Stati membri, ma per l'orientamento sinora assunto dalla DG Competitività, che ha fatto immediatamente ricorso contro la sentenza Tercas della Corte di Giustizia dell'UE.

Notiamo peraltro che l'art. 45 della Banking Communication del 2013 prevedeva già la possibilità di esenzione al principio generale di condivisione degli oneri, se "*l'attuazione di tali misure metterebbe in pericolo la stabilità finanziaria o determinerebbe risultati sproporzionati"*. Deroghe sono state accordate dalla Commissione per la prima volta solo a seguito della crisi pandemica, e successivamente per la guerra in Ucraina[20], riconosciute come crisi sistemiche e atte a consentire l'esenzione al principio di *burden sharing* per azionisti e creditori subordinati.

La questione degli aiuti di stato al settore bancario emerge anche in altri ambiti della regolamentazione bancaria ma diversi dal quadro CMDI. Con la pubblicazione del Piano d'azione sui crediti deteriorati (NPL) nel dicembre 2020, la Commissione ha rimesso sul tavolo una proposta di qualche anno prima, riguardo la possibilità per gli Stati membri di costituire *asset management companies* (AMC) nazionali al fine di acquisire (a determinate condizioni e secondo determinate modalità) crediti deteriorati dal sistema bancario al fine di ridurre gli stock di NPL dai bilanci delle banche. Anche in questo caso è emerso come l'acquisto dei crediti da parte delle AMC a prezzi superiori rispetto ai valori di mercato potrebbe essere configurato come una ricapitalizzazione precauzionale delle banche cedenti. In tale contesto è emerso un dibattito in seno alla stessa Commissione che, secondo diverse sensibilità, da un lato vedeva con favore il *de-leveraging* di NPL da parte del sistema bancario (DG Stabilità finanziaria e dei mercati dei capitali), dall'altro poneva invece l'accento sul fatto che l'acquisto di crediti a valori superiori al *market price* potesse essere inteso come aiuto di Stato (DG Competitività).

Sono passati otto anni dall'entrata in vigore della BRRD ed è fortemente cresciuta (si veda paragrafo 2) la patrimonializzazione delle banche dell'UE. Lo

[19] La fattispecie era l'intervento della Banca Popolare di Bari nella sottoscrizione del capitale di Banca Tercas successivamente all'intervento del FITD per coprire il deficit patrimoniale di Banca Tercas. Si veda la sentenza della Corte europea: https://curia.europa.eu/jcms/upload/docs/application/pdf/2021-03/cp210030it.pdf .

[20] Rispettivamente, si vedano i due documenti della Commissione Europea: "*Communication on the Temporary Framework for State aid measures to support the economy in the current COVID-19 outbreak*" del marzo 2020, e "*Communication from the Commission Temporary Crisis Framework for State Aid measures to support the economy following the aggression against Ukraine by Russia*" del marzo 2022.

stesso quadro legislativo sulle crisi bancarie è in evoluzione e, come descritto in precedenza, sono in corso riflessioni per addivenire a un quadro maggiormente armonizzato a livello UE. La Consultazione in corso lanciata dalla Commissione intende dunque mettere in relazione tutti questi elementi per valutare la possibile evoluzione congiunta del quadro legislativo CMDI insieme a quello sugli aiuti di stato.

Alla luce di quanto precede, ci si può quindi chiedere se e in che misura si possa eventualmente rivedere la disciplina sugli aiuti di stato, in un contesto di instabilità macroeconomica dovuta alla pandemia e alle incertezze della guerra in Ucraina. In questo senso potrebbe essere elaborata ulteriormente la previsione dell'Art. 45 della Banking Communication, prevedendo deroghe predefinite al *burden sharing* prima di qualsiasi intervento pubblico in presenza di forti shock esogeni riconosciuti come tali dalle autorità UE. Questa possibilità andrebbe comunque contemperata con l'altra esigenza perseguita dalla Commissione Europea di non acuire gli squilibri tra gli Stati membri, tra coloro cioè che hanno capacità fiscale e potrebbero intervenire con azioni mirate sulle banche in crisi e gli Stati con maggiori vincoli di bilancio ai quali tali possibilità sarebbero precluse.

5. European Deposit Insurance Scheme

L'architettura di una genuina Unione Bancaria presuppone inevitabilmente, dopo la messa in comune di supervisione e risoluzione, anche la costituzione di risorse e "reti di salvataggio" europee, attivabili in caso di crisi bancaria di grande portata. EDIS, che nelle intenzioni dovrebbe rappresentare l'ultimo pilastro di questa costruzione, è però il vero nodo sul quale si è arenata la discussione politica e sul quale si sono successivamente innestati altri filoni di dibattito (anticipati in precedenza nel Paragrafo 3).

Già con la Direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi bancari si era provato ad assicurare ai risparmiatori nel mercato unico un livello di copertura minima dei loro depositi. Con la riforma del 2014, questo livello di copertura è stato armonizzato in tutta l'Unione a 100.000 euro ma il sistema di *governance* dei sistemi di garanzia è rimasto saldamente nazionale[21]. Di conseguenza, l'abilità e la credibilità di ciascun DGS nazionale nell'assicurare il ripagamento dei depositanti, in particolare in caso di crisi sistemica, sono rimaste legate inevitabilmente alla capacità dei singoli paesi di generare risorse o tramite contributi del proprio sistema bancario o tramite le proprie finanze pubbliche. Da questo punto di vista la crisi del 2008 ha dimostrato come i DGS nazionali possano essere messi in difficoltà in caso di shock sistemici, e come rimangano cruciali i bilanci pubblici come risorsa di ultima istanza.

In questo contesto, non è pertanto da considerarsi raggiunto l'obiettivo cardine dell'Unione Bancaria, già richiamato in precedenza, ovvero la creazione di un vero mercato bancario europeo che trascenda il legame tra Stato e sistema bancario nazionale. Risulta più chiaro semmai il motivo per il quale EDIS ha assunto un alto valore simbolico nel progetto di integrazione finanziaria europea: da esso dipende in ultima battuta la credibilità anche degli altri due pilastri della supervisione e della risoluzione bancaria, ma la messa in comune di risorse per far fronte alle crisi bancarie si carica di grandi implicazioni politiche e di ridistribuzione

[21] Per una panoramica delle diverse specificità e opzioni nazionali garantite dalla Direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi, si veda Alcidi, De Groen (2019), "*Options and national discretions under the Deposit Guarantee Scheme Directive and their treatment in the context of a European Deposit Insurance Scheme*", CEPS, novembre 2019.

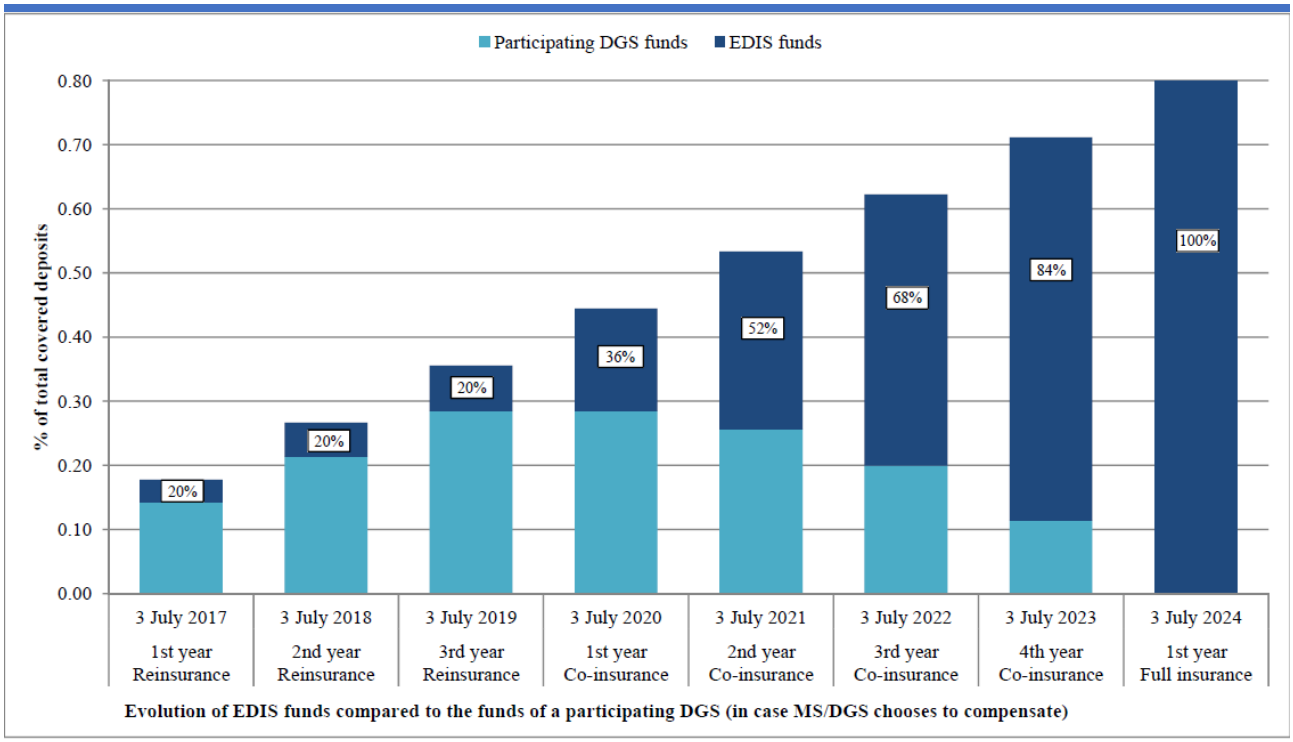
delle risorse tra gli Stati membri, soprattutto in un contesto nel quale ogni singolo sistema bancario nazionale parte da profili di rischio diversi[22]. Proprio questi diversi profili di rischio, insieme al peso dell'eredità della crisi finanziaria che ha lasciato cicatrici più profonde in alcuni Stati membri, sono le ragioni che hanno bloccato le discussioni su EDIS fin dalla prima proposta legislativa presentata dalla Commissione Europea nel 2015.[23]

Già allora la Commissione, avendo ben presente i problemi ereditati dalla crisi finanziaria e i diversi profili di rischio di ciascun paese, aveva proposto un EDIS che sarebbe stato costituito gradualmente nel tempo seguendo tre fasi. In una prima fase, EDIS si sarebbe limitato ad un approccio di "riassicurazione", basato cioè su un supporto limitato ai DGS nazionali per coprire ammanchi di liquidità e soltanto per quegli interventi legati a procedure di risoluzione avviate dal SRB; alla fine di questa fase era prevista una copertura delle perdite non superiore al 20% del totale sostenuto dal DGS nazionale. Nella seconda fase della "co-assicurazione" la copertura dell'EDIS sarebbe aumentata in maniera graduale fino all'80% delle perdite sostenute, incluse nelle procedure nazionali. Questo processo di transizione, della durata totale di 7 anni, avrebbe portato nel 2024 ad una fase finale di "assicurazione completa" nella quale i DGS nazionali sarebbero stati assicurati completamente da EDIS. In questa fase EDIS avrebbe avuto risorse pari allo 0,8% dei depositi garantiti. Nella figura 2 è riportata la stima sull'evoluzione dei fondi di EDIS sulla base delle contribuzioni ex-ante delle banche partecipanti, calcolate tenendo presente il profilo di rischio di ciascuna banca.

[22] La stessa visione dei profili di rischio differisce notevolmente a seconda del *bias* nazionale: negli ultimi anni è prevalso il concetto che la riduzione dei rischi dovesse coincidere con la riduzione degli stock di NPL nei bilanci bancari, negli ultimi tempi, come rappresenteremo nel Paragrafo 7, l'enfasi è sui titoli *sovereign*. Altre tipologie di rischio, come gli asset illiquidi, i c.d. level 2 and level 3 *assets* (tra cui in particolare derivati) non sono mai stati considerati a livello politico tra i rischi sistemici da ridurre. LA BCE aveva tuttavia avviato degli studi specifici sulla loro incidenza nei bilanci delle banche dell'UE.

[23] Commissione europea (2015), "*Proposal for a European deposit insurance scheme".*

FIG. 2 - Stima dell'evoluzione dei fondi EDIS



Fonte: Commissione europea (2015), "*Proposal for a European deposit insurance scheme*".

Come detto in precedenza però, ben presto il dibattito su questa proposta della Commissione è diventato estremamente politicizzato ed estremizzato in due visioni contrapposte: un insieme di paesi capitanato da Germania e Olanda che ha subordinato qualsiasi passo verso la creazione di EDIS ad una previa riduzione dei rischi nei sistemi bancari (*risk reduction*), identificando in particolare nei livelli dei crediti deteriorati la minaccia principale alla stabilità finanziaria; e un altro gruppo di paesi, tra cui l'Italia, che riteneva invece già maturi i tempi per iniziare una mutualizzazione dei rischi (*risk sharing*) vista la costituzione degli altri due pilastri dell'Unione bancaria[24]. Conscia di questa contrapposizione tra *risk reduction* e *risk sharing*, la Commissione nel 2017 ha cercato di riavviare le discussioni con la Comunicazione sul completamento dell'Unione Bancaria del 2017[25]. Con questo documento la Commissione cercava di rinvigorire il dibattito proponendo un pacchetto di misure sulla riduzione dei rischi – incentrate in particolare su crediti deteriorati e su requisiti significativamente più stringenti sugli importi di MREL che ciascuna banca è chiamata a costituire entro il 2024 – e un percorso ancora più graduale di costituzione di EDIS, condizionato adesso esplicitamente ai progressi compiuti sulla riduzione dei rischi.

[24] A spingere nella direzione di un EDIS pienamente mutualizzato sono state a più riprese anche la Banca Centrale Europea e il Single Resolution Board nel corso di ripetuti interventi pubblici, si veda solo da ultime le risposte delle due istituzioni alla consultazione pubblica della Commissione sulla revisione del quadro europeo di gestione delle crisi, BCE, SRB.

[25] European Commission (2017), "*Communication on completing the Banking Union*", 11 October.

In realtà, da allora la creazione di EDIS è sembrata sempre più assomigliare ad un esercizio costante di aumento della posta in gioco, in termini di riduzione dei rischi, e di spostamento continuo nel tempo degli obiettivi di mutualizzazione dei rischi. Dal dicembre 2018 le discussioni tra gli Stati membri sono avvenute principalmente nell'*High Level Working Group* incaricato dall'Eurogruppo di trovare un compromesso sul completamento dell'Unione Bancaria.

Nel corso delle riunioni intergovernative i Ministri delle Finanze hanno preso vari impegni pubblici ma tuttavia generici su EDIS e sull'Unione Bancaria. Data la scarsa volontà politica, le discussioni tecniche si sono gradualmente concentrate su modelli meno ambiziosi di EDIS tra cui il cosiddetto "modello ibrido" è quello che ha ricevuto maggiore attenzione anche grazie alla spinta delle due presidenze del Consiglio dell'UE di Austria e Germania, che lo hanno promosso attivamente come possibile soluzione di compromesso; i lavori del Consiglio si sono poi sostanzialmente arenati durante la successiva presidenza slovena. Questa proposta si basa sulla coesistenza dei DGS nazionali con un fondo centrale che verrebbe costituito gradualmente solo una volta terminato il processo di costituzione dei DGS nazionali. Il fondo centrale avrebbe il compito di fornire liquidità al DGS nazionale che abbia esaurito le proprie risorse sulla base di un prestito bilaterale, con la possibilità di coinvolgere anche gli altri DGS partecipanti con ulteriori prestiti nel caso in cui anche le risorse del fondo centrale fossero insufficienti. L'accento sarebbe posto dunque solo sul supporto di liquidità tra la rete di DGS europei senza, almeno in una prima fase, prevedere una mutualizzazione delle risorse ed eventualmente delle perdite. La Tabella 6 riassume le principali differenze di *governance* e copertura tra il modello ibrido e la proposta rivista della Commissione nel 2017.

Il modello ibrido avrebbe quantomeno il merito di sbloccare le discussioni politiche e cominciare un percorso graduale di mutualizzazione, con la possibilità di adattare l'ambizione e la portata di EDIS nel tempo, a seconda della calibrazione dei vari elementi del modello, dell'allocazione delle risorse tra livello nazionale ed europeo, della portata degli interventi del fondo centrale e del supporto degli altri DGS nazionali. Anche in questa forma embrionale, il modello ibrido potrebbe dunque costituire un'ulteriore rete di salvataggio comune da affiancare al già esistente Fondo di Risoluzione Unico, che si avvicina ormai al suo livello target dell'1% di depositi garantiti da raggiungere entro fine 2023[26].

Non va peraltro sottovalutata neppure l'altra grande decisione presa a livello europeo con la riforma del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES)[27], che ha dotato quest'ultimo della possibilità di supportare il Fondo di Risoluzione Unico in caso di esaurimento delle risorse. Questo *backstop* al Fondo di Risoluzione Unico era un altro pezzo mancante del puzzle dell'Unione Bancaria e permetterà, grazie alla capacità di raccolta finanziaria del MES, di fornire al Fondo di Risoluzione Unico risorse fino a 68 miliardi di euro sotto forma di una linea di credito a disposizione del SRB. L'introduzione del backstop è attesa, secondo quanto previsto dal trattato del MES, nel corso del 2022, previa ratifica del trattato da parte dei membri dell'Unione bancaria rimanenti (tra cui l'Italia).

[26] Secondo i dati forniti dal Single Resolution Board, al luglio 2021 la dotazione del Fondo di Risoluzione Unico sfiorava i 52 miliardi di euro. Sempre secondo il SRB a fine dicembre 2023 il Fondo dovrebbe toccare gli 80 miliardi di euro.

[27] La firma del nuovo trattato del MES è avvenuta nel gennaio 2021 .

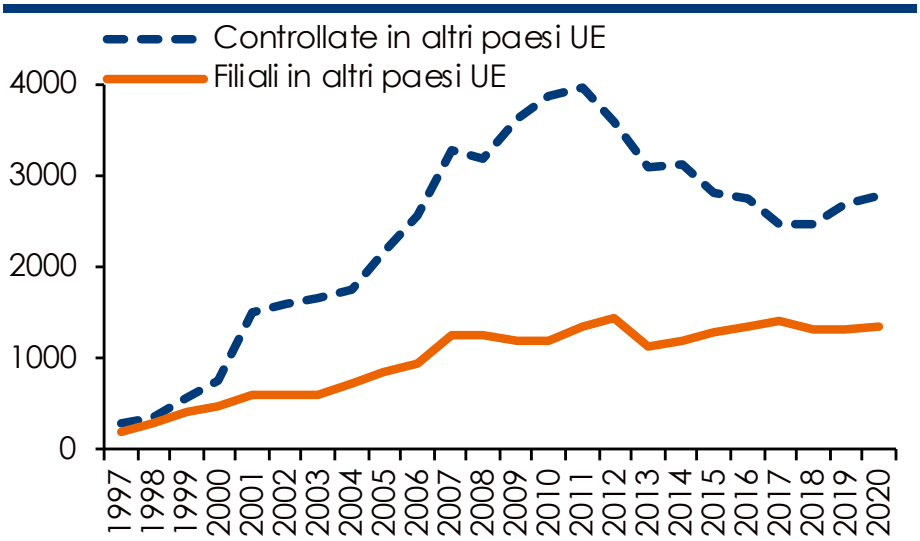
TAB. 6 – Differenze tra modello ibrido e proposta della Commissione. Fonte: propria elaborazione.

	Modello "ibrido"	**Proposta della CE (2017)**
Ammontare di risorse disponibili	0.8% dei depositi garantiti, di cui una parte sostanziale rimane a livello nazionale.	0.8% dei depositi garantiti.
Allocazione dei fondi	Coesistenza tra DGS nazionali e fondo centrale. L'esatta ripartizione dipenderebbe dal grado di ambizione di EDIS.	In una prima fase 0.4% dei depositi garantiti verrebbero costituti a livello europeo, fino ad arrivare nella seconda fase allo 0.8% dei depositi garantiti.
Tipo di supporto	Supporto di liquidità ai DGS in difficoltà da parte del fondo centrale. In caso di risorse insufficienti a livello europeo, prestiti su base volontaria o obbligatoria da parte degli altri DGS nazionali. Tassi d'interesse e piani di rientro dai prestiti da concordare al momento della concessione del supporto di liquidità.	Nella prima fase di "ri-assicurazione" supporto di liquidità ai DGS in difficoltà da parte del fondo centrale, con possibilità graduale di copertura delle perdite, fino a piena mutualizzazione.
Interventi coperti da EDIS	Supporto di liquidità solo per interventi che rientrano nell'ambito di decisioni di risoluzione europee. Nessun supporto previsto per misure alternative da parte del DGS nazionale.	Gradualmente tutte gli interventi dei DGS nazionali verrebbero coperti, con piena armonizzazione degli strumenti a disposizione dei DGS.
Governance	Coesistenza di una *governance* nazionale ed europea, con il fondo centrale gestito dal Single Resolution Board.	Alla fine del periodo di costituzione di EDIS, questo sarebbe gestito dal Single Resolution Board.
Calcolo delle contribuzioni al sistema bancario	Contribuzioni basate sul profilo di rischio della banca, relativamente al proprio sistema bancario nazionale (per i contributi al DGS nazionale) e al sistema bancario europeo (per i contributi al fondo centrale).	Contribuzioni basate sul profilo di rischio della banca relativamente al sistema bancario europeo.
Evoluzione verso la piena mutualizzazione	Evoluzione possibile ma lasciata a decisioni politiche future.	Evoluzione graduale e basata sul raggiungimento di obiettivi preventivamente concordati di riduzione dei rischi.

6. La frammentazione del mercato bancario europeo: le questioni home/host

L'incompletezza dei meccanismi di protezione a livello europeo e la mancanza di risorse comuni attivabili in caso di crisi sistemiche aiutano a spiegare perché, nonostante la presenza dal 2014 di un Supervisore e Autorità di risoluzione unici, il sistema bancario europeo non abbia ancora mostrato una tendenza verso un consolidamento transfrontaliero, e anzi si sia assistito ad una parziale ri-frammentazione dei mercati bancari europei lungo linee nazionali. In altre parole, all'integrazione istituzionale avvenuta con la creazione di SSM e SRB, non è seguita un'integrazione del mercato bancario europeo[28]. Al contrario, come evidenziato dalle statistiche raccolte dalla BCE, si è assistito dopo la crisi finanziaria del 2008 ad un rovesciamento dei progressi compiuti dopo l'introduzione della moneta unica. Ciò risalta soprattutto se si guarda alle attività cross-border delle istituzioni creditizie nella zona euro (FIG. 3).

FIG. 3 – Totale attivo cross-border di banche dell'eurozona in altri paesi UE (EUR mld)



Fonte: BCE, Structural financial indicators

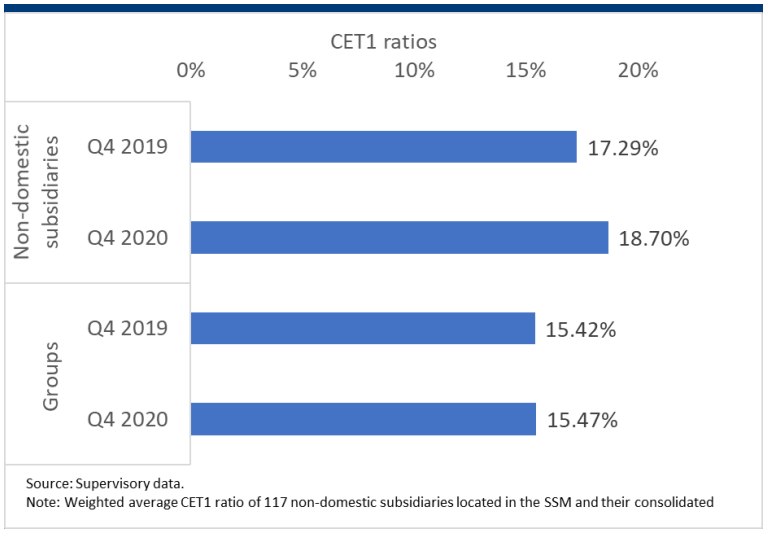
Tuttavia, per spiegare questo ripiegamento entro i confini nazionali si deve guardare anche agli ostacoli regolamentari ancora presenti nella legislazione europea. Nonostante la creazione del Supervisore Unico europeo, di fatto la supervisione sui gruppi bancari europei continua ad essere condotta a livello consolidato dall'autorità di supervisione della capogruppo (autorità *home*), e a livello individuale dai singoli supervisori delle controllate (autorità *host*). Unica eccezione è costituita dalle *branch* (filiali estere) che anche in contesti transfrontalieri continuano

[28] Si veda in particolare sul tema la grande produzione statistica della BCE: L. Emter, M. Scmitz e M. Tirpak (2018) "*Cross-border banking in the EU since the crisis: what is driving the great retrenchment?*" ECB working paper series, A. Enria (2021) *"How can we make the most of an incomplete banking union?*", discorso tenuto al Eurofi Financial Forum.

ad essere sotto la supervisione dell'autorità *home,* non essendo costituite come entità legali separate rispetto alla capogruppo.

L'interazione tra autorità *home* e *host* è dunque cruciale nel determinare come capitale e liquidità possono essere distribuiti tra le varie entità di un gruppo bancario transnazionale, considerato che i requisiti prudenziali (capitale, liquidità e buffer) e di risoluzione (requisiti di MREL) si applicano sia a livello delle controllate che a livello della capogruppo. Deroghe dai requisiti di capitale possono essere riconosciute a livello di controllata ma solo laddove capogruppo e controllata siano stabilite nello stesso Stato membro, non a livello transfrontaliero, incluso all'interno dell'Unione Bancaria.[29] Di fatto questo ha permesso alle autorità *host* di mantenere requisiti prudenziali sulle controllate di gruppi europei anche superiori ai requisiti applicabili a livello della capogruppo (si veda la FIG. 4). Dal punto di vista delle autorità *host*, queste decisioni sono giustificate dall'obiettivo di proteggere e salvaguardare azionisti, creditori e depositanti locali che potrebbero, in uno scenario di crisi della capogruppo, essere penalizzati e "abbandonati" dal resto del gruppo bancario.[30] I paesi *host* di fatto temono che in caso di crisi, le controllate vengano penalizzate nella ripartizione delle perdite tra le società del gruppo. È interessante notare peraltro che gli Stati membri che si identificano come "*host*" sono in totale 12, dunque un gruppo molto numeroso[31].

FIG. 4 - CET1 ratio di entità capogruppo e controllate estere



Fonte: How can we make the most of an incomplete banking union? Speech by Andrea Enria, at the Eurofi Financial Forum, Ljubljana, 9 September 2021

[29] Si veda l'articolo 6 della Capital Requirements Regulation.

[30] Per un approfondimento degli incentivi delle autorità *host* si veda tra gli altri A. Enria (2018) "*Fragmentation in banking markets: crisis legacy and the challenge of Brexit*", e J. Deslandes, C. Dias, M. Magnus (2019) *"Banking Union: Defusing the "home/host" debate*".

[31] Nello specifico si tratta di: Belgio, Bulgaria, Croazia, Repubblica Ceca, Ungheria, Lettonia, Lituania, Lussemburgo, Polonia, Romania, Slovacchia, Slovenia. L'Italia è nei fatti sia paese *home* che *host*.

In questo scenario, ad essere seriamente ostacolata è la libera circolazione e allocazione di risorse di capitale e liquidità all'interno dei gruppi bancaria europei. Negli anni numerose proposte legislative hanno cercato di risolvere la tensione tra autorità *home* e *host* ma senza successo, e di fatto si è creata tra gli Stati membri un'ulteriore linea di demarcazione che si aggiunge alle già citate divisioni tra proponenti della riduzione dei rischi e Stati in favore di una maggiore mutualizzazione. La Commissione sta tentando di riaprire la discussione su queste questioni nel contesto di una futura BRRD3 e sta cercando nuove idee su come creare un meccanismo credibile per fornire risorse durante i periodi di difficoltà alle controllate situate nei Paesi ospitanti[32].

Da ultimo, il Supervisore europeo ha cercato di proporre delle soluzioni che, lasciando inalterato il quadro legislativo, consentano comunque di attenuare alcune delle preoccupazioni delle autorità *host* e permettano di liberare risorse di capitale. Una soluzione apparentemente semplice consisterebbe nell'organizzare la presenza transfrontaliera dei gruppi bancari europei non tramite controllate ma attraverso *branch*: le capogruppo sarebbero in questo modo più libere di muovere liquidità e capitale tra le varie entità del gruppo, promuovendo l'efficiente allocazione delle risorse infragruppo. Come menzionato in precedenza (Figura 3) ciò non è però avvenuto e non sembra essere una soluzione appetibile al sistema bancario.[33] Un'ulteriore proposta che ha ricevuto molta attenzione è stata avanzata, inter alia, dal Chair dell'SSM Andrea Enria.[34] Si tratterebbe di incentivare i gruppi bancari a sottoscrivere accordi di sostegno finanziario infragruppo, della capogruppo verso le sue controllate, in caso di stress o crisi finanziaria, che verrebbero poi rafforzati e sanciti dal Supervisore unico tramite la loro inclusione nei piani di *recovery* di gruppo. Ciò in modo da rassicurare le autorità *host* sull'effettiva possibilità di azionare questi accordi e, infine, permettere un abbassamento dei requisiti locali.

Considerato tutto ciò, rimane comunque chiaro che nelle discussioni che dovranno portare al completamento dell'Unione Bancaria, il tema delle tensioni tra autorità *home* e *host* rimane inscindibile dalla creazione di EDIS, così da garantire a tutte le autorità e gli investitori europei la certezza di poter contare su reti di salvataggio comuni.

7. Verso il completamento dell'Unione bancaria: una *roadmap*

Arrivati a questo punto, è evidente come tutte le problematiche analizzate nelle pagine precedenti – la gestione delle crisi delle banche medio-piccole, il ruolo dei DGS e quello delle regole sugli aiuti di stato, la creazione di EDIS e di reti di salvataggio comuni, le tensioni tra paesi *home* e *host* – si alimentino a vicenda e richiedano un

[32] Peraltro, anche nella proposta di revisione della CRR, presentata dalla Commissione in ottobre 2021 per recepire il framework internazionale di Basilea e attualmente in discussione tra i co-legislatori, la tematica del rispetto di determinati requisiti patrimoniali a livello consolidato ovvero individuale è oggetto di forte dibattito (in particolare sull'applicazione del c.d. *output floor*).

[33] Come evidenziato nel già citato *"How can we make the most of an incomplete banking union?*", discorso tenuto al Eurofi Financial Forum; una possibile ragione è anche da ricercarsi nelle previsioni della DGSD all'art.14(3), che limita fortemente la capacità di trasferire i contributi già versati da un DGS all'altro, trasferimento necessario visto che le *branch* rimangono coperte dal DGS del paese home.

[34] A. Enria, E. Fernandez-Bollo (2020), "*Fostering the cross-border integration of banking groups in the banking union*".

approccio olistico per essere risolte. Dal 2019, con l'istituzione dell'*High Level Working Group* sul completamento dell'Unione Bancaria, le Autorità comunitarie e gli Stati Membri stanno cercando di andare in questa direzione affrontando tutte le questioni rimaste aperte in un unico pacchetto, con la speranza di facilitare un compromesso politico.

Dai documenti di lavoro[35] del Gruppo di Lavoro di Alto livello emerge come le discussioni tecniche per la definizione di una *roadmap* si siano concentrate su quattro aree di intervento:

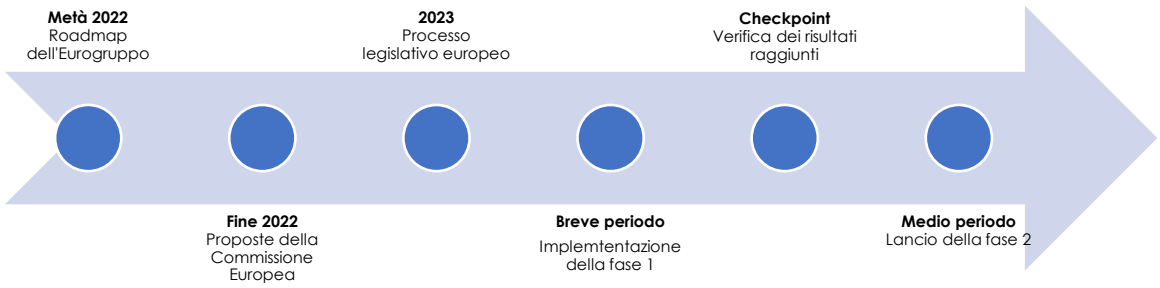
- Un quadro più armonizzato di gestione delle crisi bancarie in aggiunta a quello della risoluzione bancaria per le banche sistemiche;
- Un sistema di garanzia dei depositi bancari comune, partendo dal modello di EDIS ibrido che permetta un supporto di liquidità tra i DGS nazionali;
- Maggiore integrazione del mercato bancario europeo per rimuovere gli ostacoli creati dalle tensioni tra paesi *home* e *host*;
- Ulteriori misure di riduzione dei rischi con un focus sul trattamento prudenziale e sulla diversificazione delle esposizioni sovrane nei bilanci bancari. Questo è un tema molto delicato per alcuni Stati membri come l'Italia, ma non solo. Ci sono diverse proposte su come regolamentare le esposizioni sovrane delle banche, da una maggiorazione dei pesi assegnati a queste esposizioni nei bilanci bancari (con conseguente penalizzazione in termini di capitale) a meccanismi più o meno stringenti ed incentivanti per aumentare la diversificazione delle esposizioni su più entità sovrane, in modo soprattutto da ridurre le esposizioni verso i sovrani di origine dei gruppi bancari (il c.d. *home bias*).

Rimane invece per il momento sullo sfondo la possibile introduzione di un *safe asset* europeo, ossia di un titolo simil-sovrano per tutta l'area euro che possa sostituire nei mercati finanziari il ruolo tradizionalmente rivestito dal *Bund* tedesco, come titolo sicuro e liquido con il quale finanziare una politica fiscale comune e attorno al quale costituire un vero e proprio mercato dei capitali unico europeo. Si ricorda tuttavia che per la prima volta sono stati emessi titoli di debito comune su larga scala, nel contesto del Recovery Fund post pandemico[36]. Nel dibattito pubblico corrente si sta peraltro discutendo di ulteriori iniziative dell'UE per sostenere settori strategici, come quello dell'energia e delle infrastrutture di distribuzione e della difesa.

[35] Si veda tra gli altri la lettera al Presidente dell'Eurogruppo del Dicembre 2019 che proponeva una possibile tabella di marcia per i negoziati politici.

[36] Il *NextGenerationEU* prevede emissioni a prezzi correnti per 800 miliardi di euro dal 2022 al 2026. Il programma SURE, che finanzia invece le indennità di disoccupazione nazionali, prevede invece emissioni fino a 100 miliardi di euro. Per maggiori dettagli sul ruolo dell'UE in veste di erogatore di debito sui mercati si veda: https://ec.europa.eu/info/strategy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations_en.

FIG. 5 - Possibile timeline della roadmap sul completamento dell'Unione Bancaria



In base a quanto riportato durante la conferenza stampa[37] post riunione del l'Eurogruppo del 3 maggio 2022, questo piano di lavoro verrebbe diviso in due fasi. In una prima fase, una serie di misure prioritarie per ciascuna area di intervento verrebbe implementata in parallelo, mentre misure aggiuntive di integrazione più profonda verrebbero lasciate ad una seconda fase previa verifica dei risultati raggiunti.

Da quanto è trapelato, la prima fase ricomprenderebbe anche l'istituzione di un EDIS ibrido, che nella determinazione dei contributi nazionali vedrebbe fattorizzati anche i titoli sovrani detenuti dal proprio settore bancario. Esisterebbe un meccanismo di salvaguardia quindi, con Commissione, BCE e SRB che sarebbero chiamate a verificare i progressi secondo una lista di indicatori predefinita e concordata dagli Stati membri. Anche il passaggio dalla prima alla seconda fase verrebbe comunque lasciato ad una decisione politica dell'Eurogruppo. Tuttavia, l'Eurogruppo del 3 maggio non ha raggiunto un accordo sulla proposta di Donohoe e la discussione proseguirà nella riunione del 23 maggio e successivamente del 16 giugno 2022. Spetterà poi alla Commissione presentare il primo set di misure da implementare durante la prima fase, a cominciare dalla riforma della BRRD attesa entro la fine del 2022.

8. Conclusioni

Il 2022 può rappresentare un anno di svolta per l'Unione Bancaria. Da un lato sembrano essere ormai giunti a completa maturazione i temi presentati nelle pagine precedenti, tanto da essere sviscerati a livello tecnico in numerosi

[37] Si veda *Remarks by Paschal Donohoe following the video conference of the Eurogroup of 3 May 2022*.

documenti e discussioni sui tavoli europei e tra gli Stati membri. Il lavoro tecnico, condotto dai vari gruppi di lavoro e da ultimo dall'High Level, sembra quindi aver raggiunto i propri limiti e sia pronto a lasciar spazio alle decisioni politiche. Dall'altro lato, i continui progressi del sistema bancario nel costituire alti livelli di MREL e nel contribuire ad alimentare il Fondo di Risoluzione Unico e i DGS nazionali, accompagnati da un'intensa attività volta ad aumentare la *resolvability* dei grandi gruppi bancari europei, rappresentano una ragione ulteriore per fare il punto sullo stato dell'Unione Bancaria e decidere sui prossimi passi.

Inoltre, anche il contesto politico nel quale si trova la zona euro non potrebbe essere più fertile per interrogarsi su una visione di lungo periodo, che si ponga come obiettivo quello di rafforzare la costruzione della zona euro prima che emergano ulteriori crisi all'orizzonte. Il contesto geopolitico caratterizzato dall'uscita della Gran Bretagna dall'UE, e da ultimo dalla guerra in Ucraina, ha rilanciato la necessità di fare della zona euro un attore principale della finanza internazionale, costruendo sul ruolo dell'euro e su mercati bancari e dei capitali che sappiano sfruttare appieno la forza del mercato unico europeo. In questo senso, la pandemia da Covid-19 e il lancio del Recovery Fund hanno mostrato come con il giusto grado di volontà politica si possano fare delle scelte di grande portata in uno spirito di unanimità. Infine, le leadership confermate di Francia e Germania, insieme al ruolo dell'Italia rappresentata da Mario Draghi, potrebbero garantire un periodo di relativa stabilità e tranquillità istituzionale, elementi necessari a scelte dalle forti implicazioni politiche.

La *Roadmap* in discussione tra i Ministri delle finanze dell'Eurogruppo può rappresentare il documento per catalizzare gli sforzi dei *decision-makers* europei e per rilanciare il progetto dell'Unione Bancaria. A dieci anni esatti dalla dichiarazione del Summit dell'area euro che lanciò l'Unione Bancaria, un compromesso su un processo "a tappe", con scadenze e traguardi definiti, rappresenterebbe un passo avanti molto importante che darebbe una prospettiva certa a banche, investitori e risparmiatori europei. Se poi questa *Roadmap* venisse inserita anche nel contesto più ampio del rafforzamento dell'unione monetaria – nella sua dimensione fiscale, con la revisione del Patto di Stabilità e Crescita, finanziaria, con una vera unione dei mercati dei capitali, ed economica, con l'istituzionalizzazione del Recovery Fund – saremmo allora di fronte ad un vero cambio di passo nella storia dell'integrazione europea.

3. IL RATING ESG: DINAMICA TEMPORALE E SPAZIALE, DIVERGENZE DI OPINIONI TRA PROVIDER ED EFFETTI SUI RENDIMENTI AZIONARI

Giulio Anselmi, Giovanni Petrella♦

- *Il capitolo esamina il rating ESG attribuito da due provider, Refinitiv e Bloomberg, alle società quotate in Europa e negli Stati Uniti nel periodo 2010-2020. L'obiettivo dell'analisi è duplice. In primo luogo, si intende documentare l'evoluzione nel tempo del rating ESG, in termini di livello e divergenza di opinioni tra provider. In secondo luogo, si intende verificare la presenza di extra-rendimenti associati alla dimensione ESG.*
- *Lo score ESG delle azioni quotate è aumentato sensibilmente nel tempo sia in Europa sia negli Stati Uniti. Le società con score ESG più elevato sono connotate dalle seguenti caratteristiche: maggiore dimensione (capitalizzazione di mercato), minore rischio di credito (spread CDS) e minori rendimenti azionari. La dimensione ESG non contribuisce in modo statisticamente significativo al rendimento azionario, una volta che si è tenuto debitamente conto dei fattori di rischio. Va segnalato che la relazione tra rendimenti azionari e score ESG ha ricevuto attenzione di recente e non si è ancora giunti a conclusioni unanimemente condivise. La robustezza dei risultati è peraltro negativamente influenzata dalla brevità delle serie storiche disponibili.*
- *La divergenza di opinioni sullo score ESG complessivo è risultata stabile nel mercato europeo ed è aumentata nel mercato statunitense. Per quanto riguarda le singole componenti (E, S e G), in entrambi i mercati si osserva un'ampia divergenza di opinioni sulla governance e una divergenza crescente nel tempo per la componente sociale. Una divergenza di opinioni sullo score ESG particolarmente acuta non favorisce un corretto* pricing *del rischio collegato. Essa inoltre indebolisce il collegamento tra le preferenze ESG degli investitori e le performance di rendimento delle azioni con migliori metriche ESG. L'assenza di concordanza nei giudizi dei provider di rating ESG non è tuttavia da considerare solo negativamente. La divergenza di opinioni può contribuire ad arricchire il quadro informativo, stimolando approfondimenti da parte degli investitori ed evitando un eccesso di affidamento (*over-reliance*) sul rating.*

L'EBA identifica i rischi ESG con gli effetti finanziari negativi derivanti da impatti correnti e prospettici dei fattori ambientali, sociali e di governance sulle controparti o sui titoli (EBA, 2021).

La BCE ha intensificato il monitoraggio delle implicazioni dei rischi climatici sulla stabilità finanziaria (ECB, 2021) e inserito il rischio ambientale[1], ossia la componente E dei rischi ESG, tra le priorità di vigilanza per il triennio 2022-2024 (ECB, 2022). La Banca d'Italia ha diffuso ad aprile 2022 un primo insieme di aspettative di vigilanza in merito all'integrazione dei rischi climatici e ambientali nelle strategie aziendali, nei sistemi di governo e controllo, nel *risk management framework* e nella *disclosure* degli intermediari bancari e finanziari vigilati (Banca d'Italia, 2022).Anche se i rischi ESG si materializzano attraverso le tradizionali categorie di rischi finanziari (credito, mercato, operativo, liquidità), questi "nuovi" rischi presentano taluni elementi di

♦Università Cattolica del Sacro Cuore

[1] Il rischio ambientale è identificato dalle conseguenze finanziarie avverse generate da fattori ambientali quali, ad esempio, un aumento del rischio di credito di un debitore o del rischio di mercato di uno strumento finanziario.

incertezza in termini sia di definizione sia di misurazione.

L'EBA ha recentemente diffuso un *discussion paper* sull'integrazione dei rischi ambientali nel framework di vigilanza prudenziale (EBA, 2022). L'integrazione dei rischi ESG nei processi di risk management delle banche fronteggia in effetti alcuni elementi di complessità. Ne richiamiamo alcuni. In primo luogo, la disponibilità di dati rilevanti, comparabili e affidabili, soprattutto per le imprese di dimensione medio-piccola. Le tempistiche di entrata in vigore delle normative generano stress organizzativi e incertezze, in particolare sulla componente di rischio transizionale[2]. Vi sono poi complicazioni sul piano metodologico legate sia alle caratteristiche di non linearità degli eventi sia al *mismatching* tra gli orizzonti temporali delle politiche aziendali e quelli di manifestazione dei rischi ESG (sensibilmente più lunghi, specialmente per le componenti ambientali e sociali). Ciò premesso, se da un lato sono evidenti le complessità e i limiti associati alla misurazione dei rischi ESG, dall'altro è altrettanto evidente che la mancata considerazione dei fattori ESG esporrebbe a rischi superiori a quelli derivanti dalle imprecisioni nella misurazione, soprattutto nel lungo termine.

Un ruolo importante nel quadro delle informazioni utili per la valutazione dei rischi ESG è svolto dai rating ESG[3]. I rating ESG costituiscono un input primario per il metodo dell'esposizione (*exposure method*) identificato da EBA (2021) per la valutazione del rischio ESG di intermediari bancari e finanziari vigilati. I rating ESG sono inoltre utilizzati da un'ampia gamma di investitori per tenere conto dei rischi ESG nell'ambito delle proprie strategie di investimento. I rating ESG hanno, pertanto, questi un impatto sempre più importante sul funzionamento dei mercati dei capitali e sulla fiducia degli investitori nei prodotti finanziari sostenibili. A febbraio 2022 l'ESMA ha lanciato una *call for evidence* sul rating ESG con l'obiettivo di tratteggiare dimensioni, struttura, risorse, ricavi e servizi offerti dai fornitori di rating ESG attivi nell'UE (ESMA, 2022). Ad aprile 2022 la Commissione Europea ha lanciato una *call for evidence* sul funzionamento del mercato dei rating ESG, con l'obiettivo di valutare effetti, costi e opzioni di un possibile intervento finalizzato a promuovere l'affidabilità, la fiducia e la comparabilità dei rating ESG entro gli inizi del 2023 (EC, 2022).

Il capitolo esamina il rating ESG attribuito da due diversi provider, Refinitiv e Bloomberg, alle società quotate in Europa e negli Stati Uniti nel periodo 2010-2020.

L'obiettivo del capitolo è duplice. In primo luogo, si intende documentare l'evoluzione nel tempo del rating ESG, in termini sia di livello sia di divergenza tra provider. La divergenza di opinioni

---

[2] Il rischio ESG, soprattutto nella componente ambientale, può declinarsi in due fattispecie: una transizionale e una fisica. Il rischio di transizione riguarda l'incertezza e le tempistiche del processo di aggiustamento verso una economia più sostenibile e riguarda cambiamenti nelle politiche pubbliche e nelle preferenze degli agenti (consumatori, investitori e *stakeholders*). Il rischio fisico riguarda l'accadimento di eventi, prevalentemente di natura ambientale; in proposito si distingue il rischio fisico acuto, quando l'evento è improvviso e distruttivo (terremoto, alluvione), dal rischio fisico cronico, quando l'evento costituisce un processo lento ma inalterabile che modifica nel tempo il contesto di operatività dell'azienda (desertificazione, innalzamento del livello dei mari).

[3] Per rating ESG si intende una opinione riguardante il profilo ESG o l'esposizione ai fattori ESG di una entità legale o uno strumento finanziario emessa facendo riferimento a un predefinito sistema ordinale di classi di rating (IOSCO, 2021).

è misurata dal differenziale nel rating ESG attribuito dai due provider. In secondo luogo, si intende verificare la presenza di un extra-rendimento associato alla dimensione ESG.

Il capitolo è organizzato come segue: il paragrafo1, dopo aver fornito una definizione di rating ESG, presenta recenti evidenze empiriche in materia; il paragrafo 2 descrive il campione esaminato e gli indicatori considerati; il paragrafo 3 illustra i risultati riguardanti l'analisi dello score ESG[4] e delle sue componenti; il paragrafo 4 si sofferma sulle determinanti del rating ESG; il paragrafo 5 esamina il rapporto tra rendimenti azionari e rating ESG; il paragrafo 1 riguarda la divergenza tra provider di rating ESG; il paragrafo 1 conclude.

1. Il rating ESG: definizione e recenti evidenze empiriche

Il rating ESG è l'opinione di un'agenzia in merito alla performance dell'impresa su tematiche ambientali, socialmente rilevanti e di *governance* aziendale. Per tematiche ambientali si intendono, ad esempio, il livello di emissioni e rifiuti prodotti dall'impresa, la qualità dell'innovazione sostenibile e il consumo di risorse naturali. Nella categoria sociale troviamo la tutela dei diritti umani e della forza lavoro nonché la realizzazione di prodotti socialmente sostenibili. Infine, nella componente *governance* si pone l'attenzione sulla strategia in tema di responsabilità sociale d'impresa (corporate social responsibility, CSR), indipendenza e diversità del management nonché tutela dei diritti degli azionisti.

Il punteggio, tendenzialmente variabile da 0 a 100, è aggiornato annualmente ed è realizzato sulla base di elementi quantitativi oltre che qualitativi.

Alcuni rating si basano esclusivamente sulle informazioni pubblicate dalle società, altri considerano anche una componente di trasparenza relativa alla effettiva mancata pubblicazione di dati utili per la predisposizione del rating.

Il rating è sovente normalizzato per il settore di appartenenza, attribuendo pesi differenti alle sue componenti a seconda dell'esposizione del settore ai diversi rischi in tema climatico, sociale e di *governance*. La normalizzazione per settore consente una comparabilità inter-settoriale, ma richiede ulteriori elaborazioni da parte del *provider* e accresce la sensazione di "black-box" per gli investitori. Non è comunque insolito trovarne versioni non standardizzate[5]. Anche a prescindere dalle ulteriori elaborazioni necessarie per consentire una comparabilità inter-settoriale, la diversità di definizione dei costrutti utilizzati per l'elaborazione del rating ESG, la differenza nelle metodologie di calcolo e la mancanza di trasparenza rendono difficile una corretta valutazione delle *performance* ESG della società, complicando così le scelte dell'investitore. (Abhayawansa e Tyagi, 2021).

L'accorpamento dei tre pilastri che compongono il rating (*environmental*, *social* e *governance*) in un unico indicatore introduce un elemento di complessità e indeterminatezza in quanto si tratta

[4] Il rating ESG e lo score ESG indicano entrambi l'opinione di un provider sui fattori di rischio ESG, con la differenza che il rating è espresso attraverso classi di rating mentre lo score è espresso attraverso una scala numerica. In questo contributo, per semplicità, i due termini sono usati in modo intercambiabile.

[5] Ad esempio, il rating ESG di MSCI espresso in lettere è composto da due differenti score ESG, uno score relativo alla rischiosità assoluta della società (*weighted average key issue score* – WAKIS) con punteggio da 0 a 10 e uno score *industry adjusted* che consente una comparabilità intra-settoriale (*industry adjusted score* – IAS), anch'esso con punteggio da 0 a 10 (MSCI, 2020).

di dimensioni distinte. La *governance* può essere collegata – oltre che con la qualità delle decisioni nel lungo termine – a eventi dannosi con impatto immediato (ad esempio per ipotesi di frode da parte del management), mentre le tematiche ambientali e sociali sono rappresentative di rischi di lungo periodo per i cambiamenti transizionali generati dai fenomeni ambientali e dal modificarsi del contesto sociale (Giese et al., 2021). La rilevanza dei pilastri può variare in funzione della dimensione aziendale. Per il settore finanziario Crespi e Migliavacca (2020) evidenziano una crescita lineare dello score ESG nel periodo 2006-2017 e una differente strategia di accrescimento del rating ESG a seconda della dimensione aziendale, con intermediari finanziari più grandi focalizzati sul miglioramento della componente ambientale e sociale mentre quelli più piccoli concentrati sul miglioramento della propria *governance*.

Il rating ESG rappresenta un elemento di novità per i mercati azionari e diversi sono gli studi che si sono concentrati sulla significatività di un suo eventuale impatto sul rendimento azionario. Cornell (2020) evidenzia che una evidente relazione tra score ESG e rendimento azionario non è stata ancora accertata e difficilmente la relazione, se presente, può essere positiva. Tenuto conto dell'impatto sul rischio dell'impresa, un elevato score ESG potrebbe, in effetti, contribuire a ridurre il costo del capitale e quindi i rendimenti attesi in condizione di equilibrio.

Una relazione negativa tra score ESG e rendimento azionario è evidenziata anche da Lioui (2018). Lo studio, che si basa su portafogli con una maggiore/minore esposizione a shock di natura ESG, avvalora la tesi che le azioni con un punteggio ESG superiore costituiscono un elemento di copertura contro il rischio climatico. Anche Engle et al. (2019) costruiscono portafogli di replica dei fattori ESG al fine coprire il rischio climatico. Lo studio evidenzia un premio al rischio negativo rispetto ai fattori ESG e la tecnica di copertura implementata smentisce la tradizionale aspettativa di acquistare azioni "green" e vendere azioni "brown" per coprirsi dal rischio ambientale. Una relazione positiva tra rendimenti azionari e score ESG è invece riscontrata da Pollard et al. (2018) e da Shanaev e Gimire (2022).

A fronte di evidenze non concordi, occorre peraltro rammentare che la robustezza dei risultati delle analisi in cui si impiega lo score ESG può essere negativamente influenzato dalla brevità delle serie storiche e dal recente interesse dei ricercatori al tema. Si consideri, per confronto, che nel caso del premio per la dimensione aziendale (*size premium*), dove le serie storiche disponibili sono lunghe ed esistono numerosi studi in materia, la letteratura non ha comunque ancora raggiunto conclusioni unanimemente condivise (Damodaran, 2021).

In aggiunta al filone di ricerche che studia la relazione tra rendimenti azionari e score ESG, un secondo filone si occupa della concordanza o discordanza (*disagreement*) dei giudizi emessi dai differenti providers (*raters*). Sono difatti disponibili sul mercato numerosi rating ESG (Escrig-Olmendo et al., 2019): MSCI ESG Rating, Sustainalytics ESG Rating, FTSE Russell ESG Rating, S&P Global ESG Rank, Refinitiv ESG Score, Bloomberg ESG Disclosure Score e CDP[6].

I diversi rating ESG sono sovente basati su metodologie differenti che rendono difficile il confronto e presentano un basso grado di

[6] CDP era precedentemente conosciuto come Carbon Disclosure Project, S&P Global ESG Rank come RobecoSAM Corporate Sustainability Assessment e Refinitiv ESG Score come Thomson Reuters Asset4 ESG Score.

correlazione tra i diversi score ESG (Boffo e Patalano, 2020). Berg et al. (2019) riscontrano che l'opinione ESG complessiva del provider influenza talvolta lo score delle singole componenti. Berg et al. (2022) approfondiscono le motivazioni della divergenza di opinioni tra provider e identificano, quali cause principali, le differenti metodologie di calcolo e i differenti scopi del rating, mentre una importanza residuale è attribuita ai pesi allocati alle componenti del rating[7].

Gibson Brandon et al. (2021) riscontrano una relazione positiva tra divergenza di rating e rendimento azionario, dove la relazione è prevalentemente guidata dal *disagreement* sulla componente ambientale. Gli autori sostengono anche che la maggiore incertezza sulla effettiva dimensione del rischio ambientale è associata a un incremento dei rendimenti realizzati, comportando così un aggravio del costo del capitale azionario e una penalizzazione in termini di valutazione finanziaria.

Sempre in tema di divergenza di rating secondo Christensen et al. (2021) il *disagreement* aumenta con il grado di trasparenza e comporta una maggiore volatilità dei rendimenti azionari. In questo senso, a prescindere dal grado di trasparenza, il quale è verosimilmente correlato positivamente con la percezione dell'impresa della propria performance ESG, sembra chi *raters* leggano in modo diverso le maggiori informazioni comunicate.

L'esistenza di eterogeneità nei rating ESG è anche sottolineata da Billio et al. (2021). Gli autori evidenziano l'assenza di metriche comuni alla base dei rating ESG, da cui discende la possibilità di giudizi sensibilmente diversi sulla stessa società emessi da *raters* diversi. Lo studio si sofferma inoltre sugli effetti sul processo di investimento: la carenza di uniformità di definizioni e metodologie influenza i processi di investimento in quanto i partecipanti al mercato faticano a trovare *benchmark* condivisi, poiché l'universo investibile non coincide, e quindi a identificare i gestori che hanno effettivamente "battuto" l'indice ESG. Il *disagreement* è molto pronunciato: la componente di titoli per i quali sussiste un giudizio concorde è talmente limitata da non influenzare la performance del fondo. Il paper suggerisce quindi maggiore uniformità tra i sistemi di rating così da rafforzare il collegamento tra le preferenze ESG degli investitori e le performance di rendimento delle azioni con migliori metriche ESG.

I contributi più recenti si concentrano su ulteriori dimensioni di indagine: Zhang et al. (2021) evidenziano un minor rischio di eventi estremi (*tail risk*) per società con uno score ESG più elevato mentre Barth et al. (2021) evidenziano che le società con un più elevato score ESG presentano un minore rischio di credito, misurato sulla base del premio dei *credit default swap* (CDS).

2. Il campione e le modalità di costruzione dei rating ESG considerati

Per l'analisi empirica sono stati selezionati, nell'ambito dei rating ESG disponibili sul mercato, i due rating che includono nel punteggio ESG dell'azienda anche il grado di trasparenza (*disclosure*). Si tratta dei rating distribuiti da Refinitiv e Bloomberg[8]. Per entrambi sono stati selezionati i titoli appartenenti all'indice europeo STOXX 600 e all'indice statunitense S&P 500 per il periodo 2010-2020. Dopo aver escluso le

[7] La divergenza dei rating (*disagreement*) è esaminata anche in Semenova e Hassel (2015) e, specialmente in relazione alla componente sociale, anche in Chatterji et al. (2016).

[8] Per Bloomberg il campo di riferimento è "ESG_DISCLOSURE_SCORE", mentre per Refinitiv è "TR.TRESGScore".

osservazioni per cui il rating non è disponibile per entrambi i provider, il campione è composto da circa 7.300 osservazioni con frequenza annua, con un numero massimo di 1.100 azioni/anno.

Dalla consultazione dei documenti descrittivi della metodologia di calcolo degli score dei due provider emerge che una differenza rilevante risiede nella modalità di trasformazione delle variabili selezionate, e non tanto nella selezione vera e propria dei criteri utilizzati per attribuire il rating.

Per quanto riguarda i criteri, Refinitiv considera 186 criteri significativi mentre Bloomberg ne considera 122. Quali fonti per la raccolta delle informazioni entrambi i provider utilizzano sia la documentazione societaria sia la documentazione di terze parti quali NGO, media e fonti governative. In aggiunta, Bloomberg realizza anche una sessione di Q&A con la società e si avvale di modelli interni per la generazione di determinate variabili, quali ad esempio le stime del livello di emissioni future della società.

Per quanto riguarda la modalità di trasformazione delle variabili, Refinitiv effettua un confronto immediato con il settore di appartenenza già nel momento della raccolta del dato di input, e trasformandolo in un punteggio relativo (Refinitiv, 2022). Ad esempio, le emissioni prodotte dalla società i sono trasformate in uno score (da 0 a 100), rappresentativo della performance relativa rispetto al settore di appartenenza per le componenti ambientale e sociale[9], e relativa rispetto al Paese di appartenenza per la componente di governance. I criteri considerati confluiscono in 10 categorie, poi trasformate negli score delle tre componenti principali. Con l'applicazione di pesi specifici per settore alle tre componenti (ambientale, sociale e di *governance*) si ottiene lo score ESG. Sono inoltre applicati aggiustamenti per il grado di trasparenza della società.

Per quanto riguarda lo score realizzato da Bloomberg, le metriche rilevanti – definite issues da Bloomberg – sono identificate da un team interno, per le componenti ambientale e sociale, in funzione del settore di appartenenza della società $\boldsymbol{i}$, mentre la rilevanza delle variabili di governance è uniforme per tutte le società (Bloomberg, 2022). Le metriche per le componenti ambientale e sociale sono poi normalizzate a seconda del settore di appartenenza. La normalizzazione non prevede, come per lo score di Refinitiv, una graduatoria inter-settoriale bensì consiste nella diversa scelta del denominatore10. I settori sono poi organizzati per rilevanza di impatto ambientale e sociale. Le metriche relative alla componente di governance non sono invece normalizzate. Successivamente le metriche normalizzate sono trasformate in punteggi, da 0 a 10, in grado di riflettere sia la performance della variabile che il suo livello di trasparenza. Infine, per determinare lo score ESG complessivo, il peso associato allo score delle singole componenti (ambientale, sociale e di governance) è sempre posto pari a un terzo, a prescindere dal settore di appartenenza. La TAB. 8 riepiloga le differenti metodologie di stima dello score impiegate dai due provider, riportando per confronto anche

[9] Per esempio, se le altre società del settore generano una quantità inferiore di emissioni, lo score per la società i è peggiore (ossia più basso).

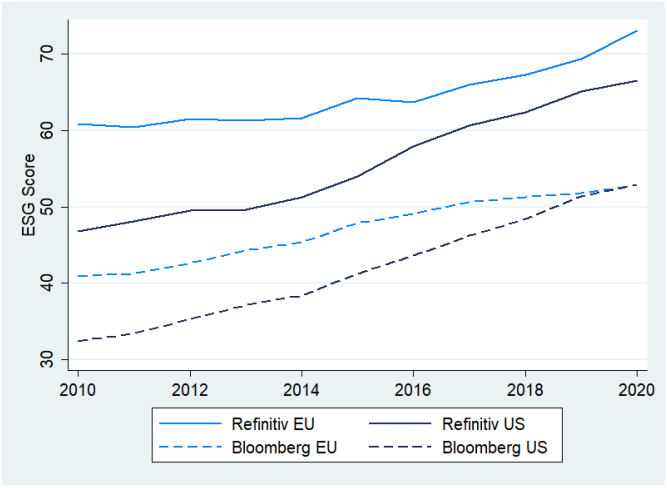
[10] Per esempio, nel settore del petrolio le emissioni sono pesate per il numero di barili prodotti mentre per il settore delle utilities le emissioni sono pesate per l'elettricità prodotta.

quelle adottate per la predisposizione del rating MSCI.

3. L'andamento dello score ESG e delle sue componenti

La FIG. 1 riporta l'andamento dello score ESG mediano fornito dai due provider per i due mercati. E' possibile riscontrare che (i.) lo score mediano è aumentato sensibilmente negli ultimi anni, (ii.) le azioni europee del campione evidenziano un punteggio più elevato delle società statunitensi (iii.) il gap tra azioni europee e statunitensi risulta azzerato nel 2020 per Bloomberg, mentre appare ancora consistente e in leggero aumento per Refinitiv.

FIG. 1 - Andamento dello score ESG per l'indice STOXX 600 e S&P 500



Fonte: Bloomberg, Refinitiv

In FIG. 2 è rappresentato l'andamento dello score mediano per le singole componenti dello score ESG. In azzurro sono rappresentati i valori per l'indice Stoxx 600 e in blu quelli per l'indice S&P 500, in linea continua i valori per il provider Refinitiv mentre in linea tratteggiata quelli del provider Bloomberg. Per le componenti ambientale e sociale il mercato europeo evidenzia performance migliori di quello statunitense mentre per la componente di governance i risultati sono meno netti. Si osserva che lo score Refinitiv è mediamente più elevato di quello Bloomberg per le componenti ambientale e sociale, mentre lo score Bloomberg evidenzia valori più elevati di quello Refinitiv per la governance.

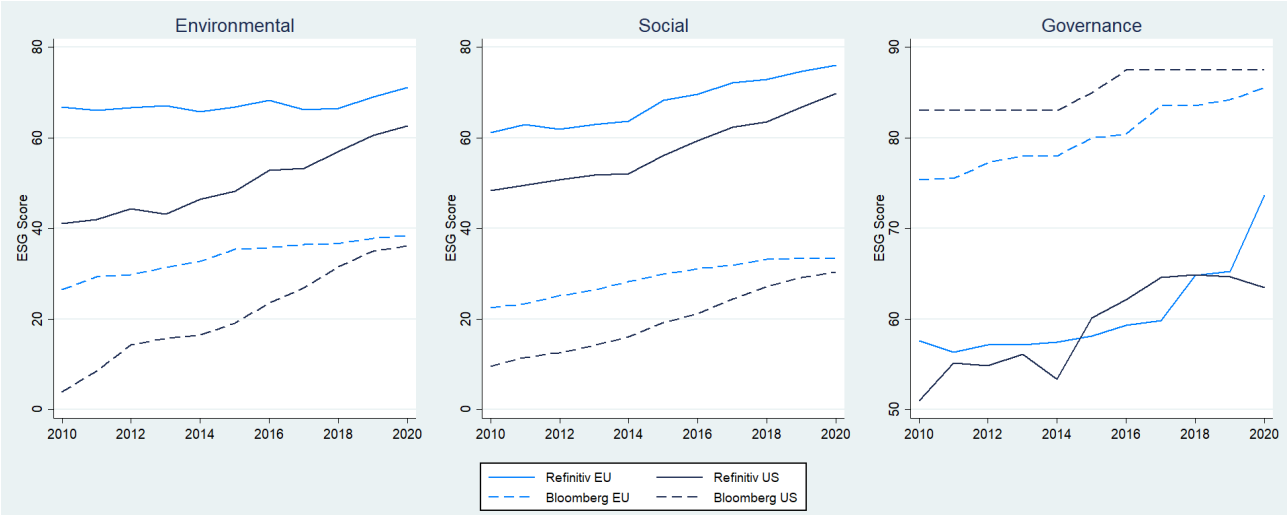
La TAB. 1 riporta le statistiche descrittive del campione, organizzate a seconda dello score ESG attribuito dai due provider. Per facilitare il confronto i valori numerici dei due score sono attribuiti alle classi di rating identificate da MSCI (2022)[11]. Nel complesso le azioni con capitalizzazione più elevata appartengono a una classe di rating ESG superiore, il rendimento sul totale dell'attivo e il costo di finanziamento del capitale proprio appaiono tendenzialmente uniformi per le differenti classi di rating, mentre il

[11] La conversione è effettuata come segue: gli score compresi tra 0 e 14 sono associati alla classe più bassa, 'CCC', 15-28 a B, 29-42 a BB, 43-57 a BBB, 58-71 a A, 72-85 a AA, 86-100 a AAA. La stessa modalità di conversione è adottata anche da Billio et al. (2021).

rischio di credito e il rendimento azionario si riducono per le azioni con migliore performance ESG. Le evidenze aggregate risultano sostanzialmente coerenti tra i due provider; per quanto riguarda la variabile dimensione, rappresentata dalla capitalizzazione di mercato, l'allineamento tra i due provider incrementa nel tempo[12].

FIG. 2 – Andamento delle singole componenti per l'indice STOXX 600 e S&P 500

Nella Figura è rappresentato l'andamento delle singole componenti ambientale (E), sociale (S) e di governo della società (G) dello score mediano attribuito da Bloomberg e da Refinitiv per gli indici S&P 500 (US) e STOXX 600 (EU) negli anni dal 2010 al 2020.



Fonte: Bloomberg, Refinitiv

[12] Lo score Bloomberg per l'ESG complessivo non supera il livello 85, e quindi non vi sono osservazioni in classe AAA, sebbene Bloomberg attribuisca uno score massimo di 92 per la dimensione E e di 100 per la dimensione G. Il campione è stato quindi organizzato in quintili, anziché in classi di rating. La differenza di capitalizzazione media è sensibile a inizio periodo mentre diventa non significativa, secondo un test statistico di differenza tra medie di capitalizzazione dei quintili, a fine 2020. Ciò vale sia per il campione europeo sia il campione statunitense, in particolare per le società ad alta capitalizzazione. Nel 2010, la differenza di capitalizzazione per le società europee (statunitensi) più grandi è pari 6 (10) miliardi di euro, con un t-stat pari a 7,6 (4,2). Nel 2010 il valore non è più statisticamente significativo, con un t-stat pari a 0,6 (1,6).

TAB. 1 – Variabili descrittive del campione per classe di rating ESG

La Tabella riporta il valore medio per le variabili selezionate per il campione intero composto da 1.100 società appartenenti all'indice S&P 500 e all'indice STOXX 600 per il periodo 2010-2020 distribuite per classe di rating ESG, dove le classi di rating ESG sono organizzate secondo i criteri identificati da MSCI (2022) e impiegati anche da Billio et al. (2021) e i provider sono identificati come segue, "RFV" per Refinitiv e "BBG" per Bloomberg. *Mktcap* è la capitalizzazione di mercato in miliardi di euro, *ROA* è il rendimento sul totale dell'attivo, *COE* è il costo del capitale proprio, *CDS* è il premio per un credit-default-swap scritto sulla società come implicitamente stimato da Bloomberg (espresso in punti base), *Rendimento azione* è la log-differenza tra il prezzo dell'azione a inizio anno e quello a fine anno. Dove non diversamente specificato i valori sono rappresentati in punti percentuali. Tra le evidenze riportate nella tabella si evidenzia che le società virtuose in tema di ESG tendono ad essere più grandi, con minori rendimenti e minor rischio di fallimento.

Stoxx 600

Rating ESG	Mktcap		ROA		COE		CDS		Rendimento azione	
	RFV	BBG	RFV	BBG	RFV	BBG	RFV	BBG	RFV	BBG
AAA	52,9		3,8		10,9		83		0,9	
AA	23,7	42,5	5,1	3,8	10,9	10,3	90,2	64,6	3,3	-2,3
A	13,4	30,9	5,4	5,1	10,8	10,5	88,3	78,2	6,6	4,6
BBB	8,1	18,2	8,1	5,4	10,5	10,8	80,2	88,5	11,4	5,8
BB	5,5	7,9	6,9	8,1	10,6	10,7	84	85,9	11,7	10,3
B	4,6	6,2	6,7	6,9	10,4	10,5	89,8	95,7	14,7	10,1
CCC	5,2	5,7	0,0	6,7	10,5	12,8	81,4	139	6,6	7,8

S&P 500

Rating ESG	Mktcap		ROA		COE		CDS		Rendimento azione	
	RFV	BBG	RFV	BBG	RFV	BBG	RFV	BBG	RFV	BBG
AAA	109,2		9,21		9,46		60,52		9,38	
AA	58,06	67,63	6,12	6,44	9,61	8,65	78,06	65,96	7,87	6,13
A	43,24	61,98	6,59	5,98	9,79	9,39	80,64	74,14	11,3	5,57
BBB	23,34	47,13	6,87	6,84	10,15	9,84	83,22	79,92	13,4	11,7
BB	15,06	19,75	6,99	7,02	10,32	10,28	87,08	86,4	15	15,3
B	14,99	14,21	7,01	6,98	10,39	10,71	89,81	95,84	20,9	23,7
CCC	22,44	5,87	6,39	1,68	10,6	11,06	112,5	113,3	20,6	21,9

Per poter apprezzare la performance ESG dell'azione, tenendo conto dell'evoluzione dello score nel tempo, è necessario porre in relazione lo score ESG dell'azione i rispetto al valore medio conseguito dall'intero campione nello stesso anno t. L'equazione seguente mostra la stima dello score standardizzato:

$$\overline{score}_{i,t} = score_{i,t} - \frac{\sum_{i=1}^{N} score_{i,t}}{N} \qquad (1)$$

dove $\overline{score}_{i,t}$ rappresenta lo score standardizzato rispetto allo score medio conseguito nell'anno t dal campione di N società.

La FIG. 3 rappresenta l'andamento dei due rating standardizzati per gli indici azionari in alcuni anni. Per quanto riguarda il mercato statunitense è possibile evidenziare che negli anni più distanti lo score Bloomberg non risulta correlato con quello riportato da Refinitiv, soprattutto per valori inferiori alla media, e che la forte concentrazione dei primi anni è sostituita da una più sostenuta

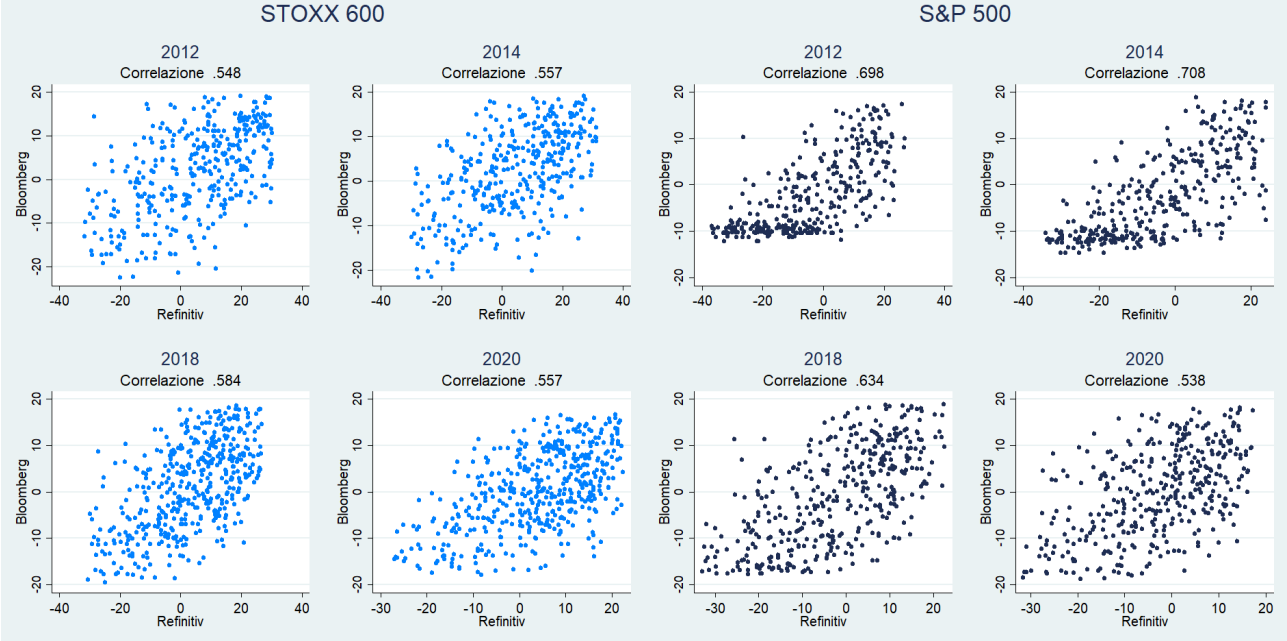
dispersione. Per quanto riguarda il mercato europeo si nota, seppure in forma contenuta, il fenomeno opposto: una maggiore linearità di relazione è sostituita da una tenue assenza di correlazione e una maggiore dispersione è sostituita da una relativa concentrazione.

La FIG. 4 riporta l'andamento dei due rating standardizzati per le tre categorie che compongono lo score ESG: la categoria ambientale (E), quella sociale (S) e quella di governance (G). Per la componente ambientale e per quella sociale è possibile notare una maggiore eterogeneità del campione, per la componente di *governance* i valori appaiono sensibilmente omogenei, specialmente per lo score Bloomberg del campione statunitense.

La TAB. 2 riporta i coefficienti di correlazione per le tre componenti dello score nell'ambito di ciascun rating prodotto dai due provider. Emerge una forte correlazione, nell'ordine del 70%, tra le componenti ambientale e sociale. La correlazione tra la governance e le altre due componenti (ambientale e sociale) non è mai superiore al 40%.

FIG. 3 - Rating standardizzati a confronto

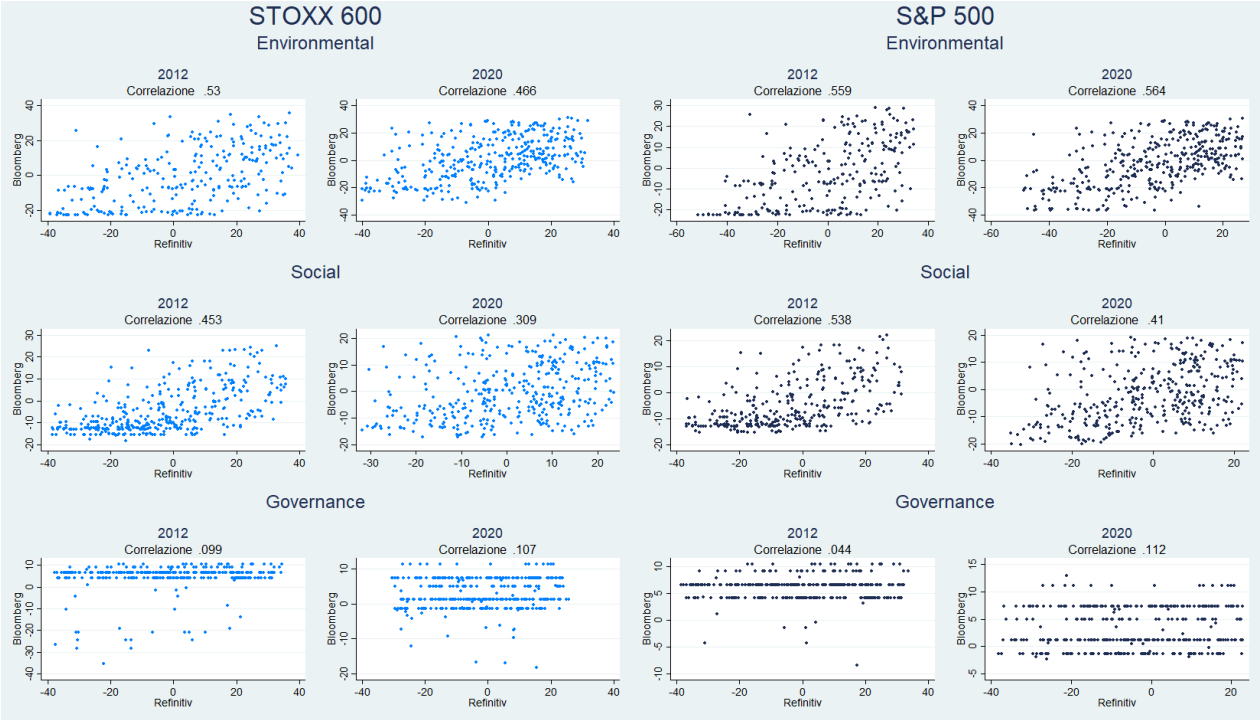
Nella Figura è rappresentato il valore standardizzato per lo score attribuito da Bloomberg e da Refinitiv per gli indici S&P 500 e STOXX 600 negli anni 2012, 2014, 2018 e 2020. Lo score standardizzato è calcolato come differenza rispetto allo score medio del campione per l'anno corrente, così come definito nell'equazione (1). I grafici e la correlazione sono eseguiti escludendo le osservazioni inferiori al quinto e superiori al novantacinquesimo percentile per entrambi i rating.



Fonte: Bloomberg, Refinitiv

FIG. 4 – Rating standardizzati scomposti nelle tre componenti

Nella Figura è rappresentato il valore standardizzato per lo score attribuito da Bloomberg e da Refinitiv per gli indici S&P 500 e STOXX 600 negli anni 2012 e 2020 per tre singole componenti ambientale, sociale e di governance. Lo score di ciascuna categoria è standardizzato e calcolato come differenza rispetto allo score di categoria medio del campione per l'anno corrente, così come definito nell'equazione (1). I grafici e la correlazione sono eseguiti escludendo le osservazioni inferiori al quinto e superiori al novantacinquesimo percentile per entrambi i rating.



Fonte: Bloomberg, Refinitiv

TAB. 2 – Correlazione intra-provider tra le componenti dello score ESG

La Tabella riporta il coefficiente di correlazione tra le componenti ambientale (E), sociale (S) e di governance (G) di ciascuno dei due score ESG forniti da Refinitiv (RFV) e Bloomberg (BBG).

	Stoxx 600			*S&P 500*		
Componenti	E	S	G	E	S	G
E	1,00	-	-	1,00	-	-
S	RFV: 0,70*** BBG: 0,65***	1,00	-	RFV: 0,72*** BBG: 0,75***	1,00	-
G	RFV: 0,33*** BBG: 0,22***	RFV: 0,37*** BBG: 0,24***	1,00	RFV: 0,40*** BBG: 0,29***	RFV: 0,35*** BBG: 0,17***	1.00

**** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1*

4. Le determinanti dello score ESG e delle sue componenti

L'analisi dei fattori che determina lo score ESG è stata approfondita sia in forma cross-section sia in forma panel. La FIG. 6 riporta l'andamento dei coefficienti prodotti da una regressione cross-section, realizzata anno per anno, per le tre differenti componenti dello score ESG.

Il contributo delle tre componenti risulta stabile, con l'eccezione dell'aumento del coefficiente per la componente di governance per lo score Bloomberg relativo all'indice statunitense a fine 2020. Per entrambi i provider e per entrambe le aree geografiche la componente sociale risulta la più determinante nella definizione dello score ESG, ciò che invece varia è il ruolo della seconda componente più rilevante: la governance per il mercato statunitense e la componente ambientale per quello europeo.

Le stime della regressione panel sono riportate nella TAB. 9. Appaiono confermati i risultati già presentati: le società di dimensioni superiori risultano più virtuose sotto il profilo ESG. Le società europee risultano più virtuose per lo score ESG generale e per le componenti ambientale e sociale, mentre le società statunitensi evidenziano una performance migliore per quanto riguarda la qualità della governance.

5. I rendimenti azionari e lo score ESG

L'analisi della relazione tra rendimenti azionari e score ESG è presentata nella la TAB. 3[13], dove abbiamo suddiviso il campione in quintili basati sullo score standardizzato (ESG complessivo, E, S e G) e riportato l'extra-rendimento medio conseguito da ciascun quintile di performance ESG rispetto al rendimento dell'indice azionario di riferimento.

I titoli con rating ESG più basso producono un extra-rendimento statisticamente significativo e più elevato rispetto a quello dei titoli con rating ESG più elevato. A conclusioni analoghe si perviene quando si osservano i rendimenti dei portafogli costruiti sulla base delle singole componenti ambientale o sociale, mentre risulta meno identificabile l'extra-rendimento per il portafoglio costruito sulla base della componente *governance*.

L'analisi è stata poi approfondita stimando una regressione panel. L'equazione sottostante riporta il modello utilizzato.

$$return_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \overline{score}_{i,t} + \Omega control_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \qquad (2)$$

dove $return_{i,t}$ rappresenta l'extra-rendimento della società i al tempo t rispetto all'indice del mercato d'appartenenza, $\overline{score}_{i,t}$ rappresenta sia lo score ESG standardizzato dei due provider (nelle specificazioni (1) e (2)) e delle tre componenti (nelle specificazioni da (3) a (8)), $control_{i,t}$ rappresenta un vettore di variabili di controllo quali la dimensione aziendale, il volume degli scambi, la redditività della società, il *dividend yield*, il premio del credit default swap come *proxy* del rischio di credito e la volatilità implicita delle opzioni *at-the-money* a 3 mesi come *proxy* del rischio azionario di mercato e idiosincratico.

[13] La relazione tra score ESG e rendimenti azionari va esaminata tenendo conto sia della prospettiva ex ante sia della prospettiva ex post. I rendimenti osservati sul mercato (in prospettiva ex post) possono riflettere gli aggiustamenti di prezzo dovuti all'accadimento di eventi, per esempio, negativi, che tuttavia – se rappresentativi di un maggior rischio anche prospettico – sono associati a maggiori rendimenti attesi (in prospettiva ex ante).

TAB. 3 – Extra-rendimenti rispetto al mercato di portafogli costruiti sullo score ESG

La Tabella riporta le statistiche descrittive dell'extra-rendimento azionario rispetto al rendimento di mercato per cinque portafogli di azioni costruiti mediante una suddivisione per quintili dello score ESG standardizzato, dove il primo quintile indica uno score ESG più basso e l'ultimo quintile uno valore più alto rispetto alla media dell'anno. $\overline{score}_p$ indica lo score standardizzato del portafoglio p, calcolato come riportato in equazione (1), $return_p$ è l'extra-rendimento portafoglio p calcolato come media dell'extra-rendimento del rispetto al mercato nazionale delle azioni che compongono portafoglio p, la variabile è espressa in percentuale annuale. *t-value* rappresenta la significatività statistica del rendimento medio del portafoglio.

			Bloomberg			Refinitiv		
	Quintile	N. obs	$\overline{score}_p$	$return_p$	*t-value*	$\overline{score}_p$	$return_p$	*t-value*
ESG	1	1609	-16,3	13,3	11,0	-27,9	13,6	10,8
	2	1649	-7,3	8,7	7,3	-9,7	8,0	6,8
	3	1680	0,1	5,2	4,8	1,9	5,2	4,6
	4	1668	7,2	2,7	2,5	12,1	3,9	3,5
	5	1682	16,4	-0,6	-0,6	23,7	-1,0	-1,1
E	1	1658	-26,3	13,1	10,5	-42,7	14,4	11,5
	2	1614	-13,8	7,2	6,2	-14,4	8,5	7,3
	3	1662	-0,1	3,7	3,3	4,8	5,1	4,5
	4	1655	12,1	2,2	2,0	19,7	2,2	1,9
	5	1668	28,6	2,1	1,9	33,0	-1,0	-0,7
S	1	1680	-16,3	11,4	9,2	-31,4	11,7	9,8
	2	1638	-8,5	7,5	6,4	-11,4	7,3	6,1
	3	1650	-1,2	6,1	5,4	2,0	5,9	5,1
	4	1676	7,1	2,8	2,6	14,0	3,3	2,9
	5	1638	19,4	0,9	0,8	27,0	1,1	1,1
G	1	1593	-21,6	10,6	10,1	-31,5	11,3	9,2
	2	2169	0,3	10,1	10,5	-11,6	6,7	5,8
	3	1751	4,9	9,4	7,6	2,1	4,9	4,3
	4	1390	7,7	-7,0	-5,6	14,1	5,0	14,1
	5	1385	12,7	1,8	1,4	27,1	1,6	27,1

La TAB. 4 riporta i risultati del modello stimato: non emerge una relazione statisticamente significativa tra lo score ESG e il rendimento azionario, una volta che si tiene conto dell'andamento delle variabili di controllo considerate. I risultati sono confermati anche quando si considera quale variabile indipendente, in sostituzione del livello di score ESG, $\overline{score}_{i,t}$, la variazione da $t-1$ a t del livello di score ESG, $\Delta\overline{score}_{i,t}$[14].

[14] I risultati della regressione sulle variazioni dello score ESG non sono riportati in tabella.

TAB. 4– Fattori determinanti l'extra-rendimento azionario

La Tabella riporta i risultati per il modello di regressione presentato in equazione (2), dove la variabile dipendente è $return_{i,t}$, pari all'extra-rendimento della società i al tempo t rispetto all'indice nazionale d'appartenenza. $\overline{score}_{i,t}$ rappresenta la variabile d'interesse esogena ed è considerata sia in termini di score ESG realizzato dai singoli provider che in termini di singole componenti E, S e G. Il modello presenta un vettore di variabili di controllo quali, il logaritmo naturale della capitalizzazione di mercato al tempo $t-1$, il logaritmo naturale del volume, il rendimento sul totale degli asset (ROA) il dividend yield corrisposto, il premio CDS implicito calcolato da Bloomberg e la volatilità implicita su opzioni ATM scritte sulla società i al tempo t. Il campione è composto da 1.100 società appartenenti all'indice S&P 500 e all'indice STOXX 600 per il periodo 2010-2020. Il modello utilizza errori standardizzati clusterizzati per società i.

Score (regressore)	ESG		E		S		G	
Provider	RFV	BBG	RFV	BBG	RFV	BBG	RFV	BBG
Modello	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Marketcap	-0.07***	-0.07***	-0.07***	-0.07***	-0.07***	-0.07***	-0.07***	-0.07***
	(-13.68)	(-13.89)	(-13.48)	(-13.90)	(-13.90)	(-14.09)	(-13.98)	(-13.87)
Volume	0.02***	0.02***	0.02***	0.02***	0.02***	0.02***	0.02***	0.02***
	(4.28)	(4.28)	(4.54)	(4.40)	(4.10)	(4.07)	(4.42)	(4.48)
ROA	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***
	(5.70)	(5.70)	(5.64)	(5.77)	(5.68)	(5.76)	(5.68)	(5.70)
Dividend yield	-0.03***	-0.03***	-0.02***	-0.03***	-0.03***	-0.03***	-0.03***	-0.03***
	(-10.21)	(-10.37)	(-9.94)	(-10.21)	(-10.35)	(-10.36)	(-10.30)	(-10.24)
CDS	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***
	(5.84)	(5.85)	(5.87)	(5.81)	(5.82)	(5.85)	(5.86)	(5.87)
Volatilità	-0.01***	-0.01***	-0.01***	-0.01***	-0.01***	-0.01***	-0.01***	-0.01***
	(-5.04)	(-5.06)	(-5.05)	(-5.05)	(-5.07)	(-5.07)	(-5.07)	(-5.08)
$\overline{score}_{i,t}$	0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	-0.00	-0.00
	(0.20)	(0.38)	(-0.81)	(0.57)	(1.42)	(0.98)	(-0.18)	(-0.39)
Costante	0.52***	0.52***	0.49***	0.52***	0.55***	0.53***	0.51***	0.51***
	(7.60)	(7.78)	(7.53)	(7.98)	(8.10)	(7.91)	(7.89)	(7.98)
N. Osservazioni	7373	7373	7373	7373	7373	7373	7373	7373
R^2 (overall)	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08	0.08
Year FE	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO

*t-values tra parentesi *** p<.01, ** p<.05, * p<.1*

6. La divergenza di opinioni tra rating providers

L'analisi della divergenza di score tra i due provider (*disagreement*) è finalizzata a verificare se a essa è associato un maggiore o minore rendimento azionario. Una elevata divergenza tra provider può essere interpretata dagli investitori come un maggiore rischio ESG, a causa della difformità di opinioni. Ciò implica che se il rischio ESG è ritenuto rilevante per il *pricing* dell'azione allora l'investitore richiederà un rendimento di equilibrio superiore per detenere una azione con *disagreement* elevato[15]. Alternativamente, Billio et al. (2021) ipotizzano che l'elevata divergenza di opinioni tra provider produca un effetto dispersivo nell'identificazione delle azioni più virtuose sul versante ESG talmente forte da non comportare

[15] Il livello del rendimento azionario effettivamente osservato dipende peraltro dall'eventualità che il *repricing* dello strumento, alla luce del maggiore rischio ESG, sia già avvenuto. In tale prospettiva un rendimento azionario inferiore per le azioni con alto *disagreement* suggerisce che il *repricing* non è ancora avvenuto.

alcun aggiustamento sui rendimenti azionari. Questa ulteriore ipotesi suggerisce non solo che il *repricing* dell'azione non è ancora avvenuto, ma che l'elevata divergenza non sia nemmeno un elemento rilevante per un possibile riprezzamento dello strumento in futuro.

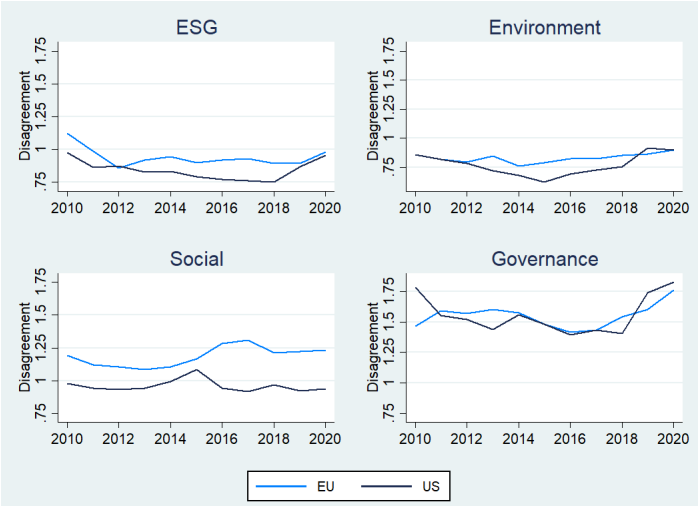
Entrando ora nel dettaglio delle analisi qui presentate, l'equazione sottostante mostra il calcolo del *disagreement*.

$$D_{i,t} = \left| \frac{score_{i,t}^{RFV} - score_{i,t}^{BBG}}{(score_{i,t}^{RFV} + score_{i,t}^{BBG})/2} \right| \qquad (3)$$

dove $D_{i,t}$ è calcolato come differenza, in valore assoluto, tra gli score realizzati dai due provider sulla società i in percentuale del valore medio per l'anno t[16]. La divergenza assume valori superiori all'unità quando la differenza tra score è superiore alla media degli score[17].

La FIG. 5 riporta l'andamento del disaccordo standardizzato[18] per lo score ESG complessivo e per le singole componenti dei due indici selezionati. Il disaccordo appare stabile per lo score ESG complessivo e per la componente ambientale. Per quanto riguarda la componente sociale, è in aumento per il mercato europeo e in riduzione per il mercato statunitense. Per quanto riguarda la componente di governance, il disaccordo è ampio per entrambi i mercati e in aumento dal 2018.

FIG. 5 – Andamento del *disagreement* standardizzato per l'indice S&P 500 e l'indice STOXX 600



Fonte: Bloomberg, Refinitiv

[16] Si consideri per esempio uno score Refinitiv pari a 50 e uno score Bloomberg pari a 80, la differenza assoluta è pari a 30, lo score medio è pari a 65 e la divergenza è pari a 30/65=46%.

[17] Per esempio uno score di Refinitiv pari a 7 e uno score di Bloomberg pari a 43, producono una differenza assoluta di 36 e uno score medio pari a 25. La divergenza in questo caso è 36/25=144%

[18] Il disaccordo standardizzato, $\overline{\boldsymbol{D}}_{i,t}$, è calcolato sostituendo nell'equazione (3) lo score non standardizzato con lo score standardizzato, $\overline{\boldsymbol{score}}_{i,t}^{\boldsymbol{p}}$, calcolato con l'equazione (2). Solo per la FIG. 5 si è considerato il disaccordo standardizzato per consentire una comparazione agevole con i grafici di FIG. 3 e FIG. 4. Nel prosieguo dell'analisi si utilizza il disaccordo così come calcolato nell'equazione (3) e gli effetti fissi temporali.

FIG. 6 – Scomposizione del rating nelle sue componenti principali

Nella Figura è rappresentato l'andamento dei coefficienti Beta per regressione cross-section, realizzata anno per anno di seguito presentata: $\overline{ESG}_i = \alpha_{0,t} + \alpha_{1,t}\bar{E}_i + \alpha_{2,t}\bar{S}_i + \alpha_{3,t}\bar{G}_i + \Omega_t control_i + \varepsilon_i$. Dove $\bar{E}$, $\bar{S}$ e $\bar{G}$ rappresentano gli score standardizzati per le tre differenti componenti della società i, $\alpha_{j,t}$ rappresenta il coefficiente per la componente j e la regressione per l'anno t e $control$ un vettore di due variabili di controllo quali il logaritmo della capitalizzazione di mercato e la redditività della società (ROA). I tre coefficienti Beta rappresentati riguardano le tre categorie che compongono lo score ESG (ambiente, sociale e governance).

Fonte: Bloomberg, Refinitiv

La TAB. 5 riporta il *disagreement* medio per classe di rating dei due provider per lo score ESG complessivo e per le singole componenti. Per quanto riguarda lo score ESG complessivo, il dissenso maggiore si registra nella classe di rating peggiore per entrambi i provider, evidenziando una maggiore probabilità di osservare giudizi differenti quando uno dei due provider attribuisce un rating di CCC. Per quanto riguarda le singole componenti, la divergenza risulta particolarmente marcata nella componente ambientale, dove la divergenza è superiore a quella osservata per lo score ESG complessivo per ciascuna classe di rating e per entrambi i provider. Valori simili si riscontrano per le componenti sociale e di *governance*, sebbene con una magnitudine inferiore. Emerge con chiarezza una evidente difformità nella stima del rischio ambientale tra i due provider.

Con riferimento alle determinanti della divergenza, analogamente a quanto fatto per lo score ESG in TAB. 9, si è analizzato le variabili che influenzano maggiormente il *disagreement* e se esiste un maggior disaccordo in una delle due aree geografiche. I risultati in TAB. 10 evidenziano che il disaccordo appare inferiore per le società statunitensi in relazione allo score ESG complessivo, ma superiore sulle singole componenti, con una differenza maggiore per le componenti per le quali le società statunitensi ricevono score più bassi (ossia ambientale e sociale).

Per quanto riguarda l'analisi dei rendimenti azionari, si è replicato quanto fatto per lo score ESG in TAB. 3, analizzando l'andamento dell'extra-rendimento di cinque portafogli basati sull'entità del *disagreement*. La TAB. 6 riporta i risultati ottenuti. In questo caso la differenza di rendimento tra i portafogli appare meno marcata, anche se emerge comunque un premio per i titoli con una divergenza maggiore sulle singole componenti dello score ESG. Per esempio, i titoli con un *disagreement* medio del 19,5% sulla componente ambientale (il portafoglio del quintile 1) presentano un extra-rendimento rispetto al mercato del 5,1% all'anno. Per la stessa componente ambientale, i titoli con il disaccordo medio più alto rispetto al campione, pari al 171,8% (il portafoglio del quintile 5), presentano un rendimento più elevato e pari all'8,8%. Evidenze ancora più forti emergono dal *disagreement* sulla governance della società: il quintile con *disagreement* inferiore, pari al 4,9% (il portafoglio del quintile 1), riporta un extra-rendimento medio del 4,9%, il quintile con *disagreement* superiore, pari al 100% (il portafoglio del quintile 5), riporta un extra-rendimento del 9,2% rispetto al mercato. L'analisi dei rendimenti è stata approfondita applicando lo stesso modello di regressione panel presentato con l'Equazione (3). L'unica differenza è rappresentata dall'inclusione della variabile *disagreement*, $D_{i,t}$, tra le variabili esogene in sostituzione di $\overline{score}_{i,t}$. In TAB. 7 sono presentati i risultati dell'analisi: anche in questo caso la variabile non è statisticamente significativa, ossia non si riscontrano evidenze a supporto della tesi secondo cui la divergenza di giudizio influenza il rendimento azionario. Lo stesso vale rispetto alle singole componenti e anche quando si considera la variazione annuale della divergenza, in luogo del suo livello[19].

[19] I risultati della regressione sulle variazioni della divergenza non sono riportati in tabella.

TAB. 5 – Disaccordo per classe di rating ESG

La Tabella illustra il disaccordo medio per il campione intero composto da 1.100 società appartenenti all'indice S&P 500 e all'indice STOXX 600 per il periodo 2010-2020 distribuite per classe di rating ESG, dove le classi di rating ESG sono organizzate secondo MSCI (2022). Il disaccordo è espresso in punti percentuali e calcolato come illustrato in equazione (3), è calcolato sia per lo score ESG, che per i singoli componenti.

Stoxx 600

Rating ESG	ESG		E		S		G	
	RFV	BBG	RFV	BBG	RFV	BBG	RFV	BBG
AAA	40		56		74		14	
AA	37	13	60	21	78	34	22	23
A	31	22	67	38	76	57	39	29
BBB	27	31	84	62	73	75	49	37
BB	23	38	101	101	69	80	60	45
B	33	53	127	154	81	113	80	56
CCC	78	83	151	188	92	143	114	62

S&P 500

Rating ESG	ESG		E		S		G	
	RFV	BBG	RFV	BBG	RFV	BBG	RFV	BBG
AAA	37		52		77		10	
AA	32	9	59	21	80	38	22	28
A	30	18	72	34	86	59	34	32
BBB	27	28	107	63	96	82	43	35
BB	17	34	144	145	101	109	62	54
B	36	48	162	139	96	104	94	65
CCC	106	71	187	194	72	139	151	49

Fonte: Bloomberg, Refinitiv

TAB. 6 - Extra-rendimenti rispetto al mercato di portafogli costruiti sul disaccordo

La Tabella riporta le statistiche descrittive dell'extra-rendimento azionario rispetto al rendimento di mercato per cinque portafogli di azioni costruiti mediante una suddivisione per quintili del disaccordo sullo score ESG standardizzato e della variazione del disaccordo sullo score ESG, dove il primo quintile indica un disaccordo più basso e l'ultimo quintile un disaccordo più alto. Per la variazione del disaccordo il primo quintile indica il portafoglio composto da società che hanno subito nell'anno t la maggiore riduzione di disaccordo rispetto all'anno precedente e l'ultimo quintile indica il portafoglio dove il disaccordo è aumentato maggiormente. $D_p$indica il disaccordo medio del portafoglio p, calcolato come riportato in equazione (3), $return_p$ è l'extra-rendimento portafoglio p calcolato come media dell'extra-rendimento del rispetto al mercato nazionale delle azioni che compongono portafoglio p, la variabile è espressa in percentuale annuale. *t-value* rappresenta la significatività statistica del rendimento medio del portafoglio.

			Disaccordo			Variazione del disaccordo		
	Quintile	N. obs	D_p	$return_p$	*t value*	ΔD_p	$return_p$	*t value*
ESG	1	1609	6,7	6,8	5,8	-145,6	6,5	5,1
	2	1649	18,9	6,6	5,6	-32,0	5,7	4,7
	3	1680	29,2	4,1	3,7	0,1	4,1	3,4
	4	1668	40,0	3,9	3,5	31,8	5,9	4,9
	5	1682	61,2	7,6	6,7	141,2	6,8	5,6
E	1	1658	19,5	5,1	4,5	-113,2	3,6	2,9
	2	1614	46,1	3,2	2,8	-26,0	6,2	5,2
	3	1662	70,5	1,6	1,4	-1,0	3,1	2,5
	4	1655	107,5	4,7	4,0	24,2	6,0	4,9
	5	1668	171,8	8,8	7,1	115,2	5,2	4,2
S	1	1680	31,8	5,2	4,8	-81,0	4,7	3,8
	2	1638	62,6	4,3	3,8	-18,0	4,4	3,6
	3	1650	82,8	4,4	3,7	0,1	6,5	5,3
	4	1676	102,8	6,7	5,8	17,4	6,0	5,1
	5	1638	133,3	8,4	7,0	82,5	7,1	5,9
G	1	1593	4,9	4,9	4,4	-173,8	4,4	3,7
	2	2169	16,4	3,2	2,9	-47,0	5,2	4,5
	3	1751	31,6	5,7	5,1	0,6	7,4	6,1
	4	1390	54,1	6,1	5,2	47,9	4,5	3,6
	5	1385	100,5	9,2	7,5	177,1	7,2	5,9

Fonte: Bloomberg, Refinitiv

TAB. 7 – Regressione su extra-rendimenti azionari e *disagreement*

La Tabella riporta i risultati una variazione del modello di regressione presentato in equazione (2), dove la variabile dipendente è sempre $return_{i,t}$, pari all'extra-rendimento della società i al tempo t rispetto all'indice nazionale d'appartenenza e la variabile d'interesse esogena è la divergenza tra gli score dei due provider, $D_{i,t}$, calcolata come presentato in equazione (3). $D_{i,t}$ è considerata sia in termini di divergenza sullo score ESG realizzato dai singoli provider che in termini di singole componenti E, S e G. Il modello presenta un vettore di variabili di controllo quali, il logaritmo naturale della capitalizzazione di mercato al tempo $t-1$, il logaritmo naturale del volume, il rendimento sul totale degli asset (ROA) il dividend yield corrisposto, il premio CDS implicito calcolato da Bloomberg e la volatilità implicita su opzioni ATM scritte sulla società i al tempo t. Il campione è composto da 1.100 società appartenenti all'indice S&P 500 e all'indice STOXX 600 per il periodo 2010-2020. Il modello utilizza errori standardizzati clusterizzati per società i ed effetti fissi temporali.

Score (regressore)	ESG	E	S	G
Modello	(1)	(2)	(3)	(4)
Marketcap	-0.07***	-0.07***	-0.07***	-0.07***
	(-14.12)	(-13.68)	(-14.10)	(-14.13)
Volume	0.03***	0.03***	0.03***	0.03***
	(7.01)	(7.01)	(7.10)	(6.91)
ROA	0.00***	0.00***	0.00***	0.00***
	(2.69)	(3.18)	(2.65)	(2.66)
Dividend yield	-0.04***	-0.04***	-0.04***	-0.04***
	(-17.07)	(-15.96)	(-16.73)	(-16.94)
CDS	-0.00***	-0.00***	-0.00***	-0.00***
	(-10.86)	(-10.57)	(-10.87)	(-10.90)
Volatilità	-0.00***	-0.00***	-0.00***	-0.00***
	(-4.35)	(-4.23)	(-4.34)	(-4.34)
$D_{i,t}$	0.03	0.00	0.01	0.00
	(1.32)	(0.47)	(0.81)	(0.16)
Costante	0.92***	0.90***	0.91***	0.92***
	(14.57)	(13.80)	(13.96)	(14.23)
N. Osservazioni	7373	7373	7373	7373
R^2 (overall)	0.40	0.39	0.39	0.40
Year FE	SI	SI	SI	SI

*t-values tra parentesi *** p<.01, ** p<.05, * p<.1*

7. Conclusioni

In questo capitolo abbiamo documentato l'evoluzione dello score ESG e delle sue componenti (E, S, e G) nel periodo 2010-2020 per l'indice europeo STOXX 600 e per l'indice statunitense S&P 500. L'analisi ha considerato i rating ESG prodotti da due differenti provider, Refinitiv e Bloomberg.

L'andamento dello score ESG appare in netto miglioramento nel periodo considerato per entrambe le aree geografiche, con i titoli europei più virtuosi sotto il profilo ambientale e sociale e quelli statunitensi sotto quello della governance.

Il generale miglioramento dello score nel tempo può essere ricondotto a due fattori, difficilmente differenziabili:

1. il primo riguarda un effettivo miglioramento delle performance ESG, derivante da una maggiore consapevolezza verso tali tematiche a cui fanno seguito conseguenti azioni;
2. il secondo riguarda il miglioramento delle informazioni disponibili sui dati di input degli score ESG, per esempio sul piano

documentale, anche per effetto di attività di *rating advisory*.

La complessità della metodologia di stima dello score ESG rende ardua la distinzione tra i due fattori. Il rapido miglioramento del punteggio ESG in un periodo di tempo ristretto può far propendere verso il secondo fattore. Il tema è in ogni caso genuinamente complesso in quanto i provider di rating ESG sono chiamati a dare un'opinione di sintesi in relazione a uno spettro di dimensioni di performance particolarmente ampio, sulla base di un compendio informativo tutt'altro che completo (Berg et al., 2019).

Il giudizio ESG dovrebbe sintetizzare la performance della società in relazione a tre differenti dimensioni ed essere comparabile tra industrie diverse così da consentire all'investitore una classificazione rapida per esposizione al rischio ESG. La corrispondenza tra lo score ESG e il rischio ESG non è tuttavia scontata. EBA (2022) ricorda la necessità di un approccio *risk-based* nella definizione dei requisiti prudenziali da applicare agli intermediari finanziari in tema di rischio ambientale, mentre con gli score ESG attualmente disponibili non è chiaro se il punteggio attribuito riguardi esclusivamente l'operato della società o se includa anche una misurazione del rischio prospettico. Engle et al. (2020) sostengono che una efficace copertura del rischio ESG non possa essere basata sugli score ESG. Posizioni analogamente prudenti in merito all'utilizzo dello score ESG sono avanzate da Dimson et al. (2020) e Abhayawansa e Tyagi (2021). I primi disapprovano un utilizzo meccanico dello score ESG, che può soltanto essere inteso come punto di partenza, da comprendere nelle sue limitazioni e da arricchire con valutazioni proprie dell'investitore. I secondi suggeriscono di selezionare autonomamente le variabili rilevanti, così da costruire una specifica lettura del rischio ESG coerente con i propri fini e il proprio orizzonte temporale.

Lo studio della relazione tra rendimento azionario e score ESG può fornire utili indicazioni anche rispetto alla corrispondenza tra rischio ESG e score ESG. Dimson et al. (2020) e Cornell (2021) non riscontrano un legame tra i due elementi. Le analisi descritte nel capitolo hanno evidenziato un maggiore rendimento azionario per le società con minore score ESG. Il premio è tuttavia da attribuire alla dimensione aziendale piuttosto che alla virtuosità ESG della società analizzate. Drempetic et al. (2020) raggiungono le stesse conclusioni e segnalano di prestare attenzione alle modalità di calcolo dello score ESG, che tende ad agevolare le imprese di maggiori dimensioni.

La relazione tra rendimenti azionari e score ESG ha ricevuto attenzione di recente e non si è ancora arrivati a conclusioni unanimi. Cornell (2021) evidenzia che se lo score è una corretta rappresentazione del rischio ESG, a un minor rischio deve corrispondere un rendimento atteso più contenuto (e quindi valutazioni superiori). Occorre peraltro rammentare che la considerazione dei rendimenti storicamente osservati risente di eventuali *repricing* in direzione opposta a quanto previsto dai rendimenti attesi: a un maggior rischio dovrebbero corrispondere maggiori rendimenti attesi in ottica *ex ante*, mentre la realizzazione di un rischio – attraverso un evento dannoso – comporta minori rendimenti effettivi in ottica *ex post*.

La ricerca in materia ha considerato anche la relazione tra la divergenza di opinioni e i rendimenti azionari. La divergenza di opinioni è risultata elevata nel campione qui esaminato, in particolare per la componente di governance, che si rivelata la più autonoma delle tre (tanto che si potrebbe parlare più di score ES+G, anziché score ESG). La componente di governance appare caratterizzata da diversità nelle tecniche di stima

adottate dai provider, a fronte di dati di input tendenzialmente uniformi.

Un'ampia divergenza dello score ESG non favorisce un corretto *pricing* del rischio collegato. Billio et al. (2021) sottolineano che la divergenza di opinioni è talmente ampia da rendere inefficace l'effetto dello score ESG sui rendimenti anche quando c'è convergenza nei giudizi dei providers. Nel campione esaminato non emerge alcuna relazione tra la divergenza di opinioni e il rendimento azionario osservato. Le precedenti considerazioni, corroborate anche da evidenze che escludono la presenza di una relazione tra ESG e rendimenti, conducono a ritenere che la trasparenza e l'uniformità delle metodologie di costruzione del rating ESG rivestano un ruolo rilevante al fine di consentire il corretto *pricing* del rischio ESG nei rendimenti azionari.

L'assenza di concordanza nei giudizi dei provider di rating ESG non è tuttavia da considerare solo negativamente. La divergenza di opinioni può contribuire ad arricchire il quadro informativo, stimolando approfondimenti da parte degli investitori ed evitando un eccesso di affidamento (*over-reliance*), come invece è accaduto nella fase precedente la crisi finanziaria del 2008 con i rating creditizi (FSB, 2010). L'arricchimento associato alla divergenza di opinioni necessita di almeno tre elementi:

- dati di input disponibili e affidabili;
- trasparenza nelle metodologie adottate dai provider di rating ESG e
- impegno da parte degli investitori a esaminare tali tematiche nell'ambito del proprio processo di investimento.

L'auspicio è quindi che si proceda allo sviluppo e alla divulgazione di tecniche e procedimenti adeguati alla stima del rischio ESG, analogamente a quanto accaduto per altre tipologie di rischio ormai ben conosciute in ambito finanziario. Ciò consentirà di introdurre in modo diffuso la dimensione ESG nei processi decisionali di investimento, attribuendo al rating ESG il ruolo che merita, senza tuttavia ricadere nel rischio di *over-reliance* di cui si è detto. Gli investitori saranno così in grado di valutare i differenti giudizi dei provider di rating e operare di conseguenza sul mercato, tenendo conto anche del rischio ESG, che potrebbe così essere correttamente incorporato nei prezzi degli asset.

TAB. 8 – Differenze tra i rating considerati

La Tabella riporta le principali informazioni riguardanti i due rating ESG considerati, Refinitiv (2022) e Bloomberg (2022), in confronto con il rating MSCI (2022) di riferimento.

	Refinitiv	*Bloomberg*	*MSCI (per riferimento)*
Rating Score	da 0 a 100	da 0 a 100	da CCC a AAA (generato da un rating iniziale da 0 a 10)
Disponibile dal	2002	2008	1990
Fonte	Sito aziendale, documentazione societaria pubblicamente disponibile, NGO, stock filings, report CSR, media	Sito aziendale, documentazione societaria pubblicamente disponibile e altri dati pubblicamente disponibili, Q&A con la società, report CSR e ESG, modelli e strumenti interni di Bloomberg	Documentazione societaria pubblicamente disponibile, NGO, media, dichiarazioni governative e di NGO Stock filings, dataset specializzati
N. Criteri	500 di cui 186 comparabili con altri providers	122	1.000 di cui 35 comparabili con altri providers
Metodologia	I criteri confluiscono in 10 categorie, poi trasformate nello score delle tre componenti principali. Con l'applicazione di pesi specifici per settore alle tre componente si raggiunge lo score ESG. Performance relativa rispetto al settore di appartenenza per la componente ambientale e sociale e rispetto al Paese d'appartenenza per la componente di governance. Sono applicati pesi per il grado di trasparenza della società.	Sono identificati i criteri più rilevanti (*issues*) per il settore di appartenenza per le componenti ambientale e sociale. I punteggi attribuiti da 0 a 10 riflettono sia la performance del criterio che il livello di trasparenza. Lo score per le categorie ambientale e sociale è calcolato come media ponderata dei criteri selezionati, con i pesi uniformemente determinati tra i settori. Le metriche sono standardizzate per settore e i settori sono organizzati per impatto ambientale e sociale, le metriche relative alla governance non sono standardizzate. Le categorie ambientale, sociale e di governance sono pesate equamente per un terzo sullo score finale.	Sono identificati i criteri più rilevanti per il settore di appartenenza. I criteri confluiscono in 10 temi come media pesata e normalizzata rispetto al settore di appartenenza. Per la componente ambientale e sociale i pesi dei sono attribuiti direttamente sui singoli criteri, mentre per la componente di governance è attribuito il peso direttamente al pilastro (mai inferiore al 33%). Alle tre componenti è assegnato un rating da 1 a 10 che tramite l'applicazione dei pesi è trasformato nel rating ESG assoluto (WAKIS), questo è poi aggiustato per l'industria di appartenenza e convertito in un rating in lettere. Performance relativa rispetto al settore di appartenenza.
Principali fattori di rischio	Ambientali (68): emissioni, rifiuti, biodiversità, sistema di gestione dell'ambiente, innovazione dei prodotti, ricavi, investimenti, ricerca e sviluppo collegati a iniziative ecosostenibili, consumo delle risorse (acqua, energia, confezionamento sostenibile, catena di produzione sostenibile). Sociali (62): rapporti con la comunità, diritti umani, marketing responsabile, qualità dei prodotti, privacy, diversità e inclusione della forza lavoro, sviluppo della carriera, condizioni di lavoro, tutela della salute e della sicurezza dei dipendenti. Governance (56): strategia CSR, ESG reporting e trasparenza, struttura del management (indipendenza, diversità e commissioni), compenso del management, diritti degli azionisti, contendibilità della società.	Ambientale (46): emissioni e qualità dell'aria, esposizione al cambiamento climatico, inquinamento, trattamento dei rifiuti, politica in tema di biodiversità, numero di multe ambientali, entità delle multe ambientali, consumo delle risorse, gestione dei rifiuti, consumo dell'acqua, utilizzo delle energie rinnovabili e non rinnovabili. Sociale (46): catena di produzione, contribuzioni politiche, discriminazione, diversità, rapporti con la comunità, diritti umani, etica del lavoro, politica anti-corruzione, salute e sicurezza, sviluppo del capitale umano, relazioni con i fornitori. Governance (30): diritti di voto, diritti degli azionisti, compenso del management, contendibilità della società, indipendenza e composizione del consiglio di amministrazione, audit, metodologie di nomina dei membri del consiglio di amministrazione.	Ambientali (13): emissioni, impronta ecologica, vulnerabilità al cambiamento climatico, finanziamento dell'impatto ambientale, utilizzo delle risorse (acqua, biodiversità, suolo, materie prime), emissioni tossiche e rifiuti, confezionamento, rifiuti elettronici, opportunità in tecnologia pulita, edifici ecosostenibili ed energie rinnovabili. Sociali (16): gestione della forza lavoro, tutela della salute e della sicurezza dei dipendenti, sviluppo del capitale umano, standard della catena di produzione, sicurezza e qualità dei prodotti, privacy, sicurezza chimica, responsabilità degli investimenti, protezione finanziaria dei consumatori, salute e rischio demografico dei prodotti, rapporti con la comunità, approvvigionamenti controversi, accesso alla comunicazione, ai finanziamenti, alle cure, opportunità per l'alimentazione e la salute. Governance (6): proprietà e controllo, consiglio di amministrazione, compensi, accounting, etica del lavoro, trasparenza fiscale.

TAB. 9 – Fattori che influenzano lo score ESG e le sue componenti principali

La Tabella esamina i fattori che compongono la variabile $\overline{score}_{i,t}$ sia per Refinitiv che per Bloomberg sia a livello di score ESG generale che per le singole componenti. Il campione è composto da 1.100 società appartenenti all'indice S&P 500 e all'indice STOXX 600 per il periodo 2010-2020. Il modello utilizza errori standardizzati clusterizzati per società i ed effetti fissi temporali. Il modello considerato è il seguente $\overline{score}^{p}_{i,t} = \propto_0 + \propto_1 US_i + \Omega_t control_{i,t} + \varepsilon_i$. Dove US_i è una variabile pari a 1 se la società i è statunitense e 0 altrimenti.

Score (variabile dipendente)	ESG		E		S		G	
Provider	RFV	BBG	RFV	BBG	RFV	BBG	RFV	BBG
Modello	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Marketcap	4.47***	1.56***	6.58***	2.29***	4.98***	1.78***	2.14***	0.63*
	(12.33)	(5.76)	(11.78)	(5.10)	(10.79)	(5.62)	(4.34)	(1.95)
Volume	2.56***	1.77***	3.54***	2.17***	2.20***	1.43***	2.62***	1.69***
	(7.63)	(6.91)	(7.63)	(5.28)	(5.54)	(4.66)	(6.32)	(5.82)
ROA	-0.03	-0.03*	-0.02	-0.03	-0.02	-0.02	-0.05	-0.03
	(-1.24)	(-1.65)	(-0.59)	(-1.34)	(-0.62)	(-0.88)	(-1.51)	(-1.54)
Dividend yield	0.33***	0.15**	0.36***	0.35***	0.30***	0.27***	0.38**	-0.15*
	(3.33)	(2.20)	(2.60)	(3.25)	(2.69)	(2.77)	(2.56)	(-1.75)
CDS	0.00	-0.00	0.01***	0.01**	-0.00	-0.00	0.00	-0.01**
	(0.90)	(-0.24)	(3.65)	(2.11)	(-0.22)	(-0.52)	(0.89)	(-2.35)
Volatilità	-0.04**	-0.01*	-0.10***	-0.03***	-0.04*	-0.01	-0.02	-0.01
	(-2.29)	(-1.80)	(-4.84)	(-2.87)	(-1.96)	(-0.90)	(-0.68)	(-0.87)
US	-10.00***	-3.14***	-18.31***	-9.74***	-11.38***	-7.23***	-1.75	7.87***
	(-10.73)	(-4.70)	(-13.31)	(-8.68)	(-10.56)	(-9.83)	(-1.52)	(10.43)
Costante	-85.08***	-47.24***	-119.94***	-59.53***	-80.41***	-40.48***	-70.24***	-41.47***
	(-13.16)	(-9.90)	(-13.07)	(-7.69)	(-10.55)	(-7.50)	(-9.10)	(-7.51)
N. Osservazioni	7373	7373	7373	7373	7373	7373	7373	7373
R^2 (overall)	0.32	0.21	0.33	0.21	0.27	0.24	0.10	0.13
Year FE	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO	NO

t-values tra parentesi
**** p<.01, ** p<.05, * p<.1*

TAB. 10 - Fattori che influenzano il disaccordo e le sue componenti principali

La Tabella esamina i fattori che compongono la divergenza di score, $D_{i,t}$, sia per Refinitiv che per Bloomberg sia a livello di score ESG generale che per le singole componenti. Il campione è composto da 1.100 società appartenenti all'indice S&P 500 e all'indice STOXX 600 per il periodo 2010-2020. Il modello utilizza errori standardizzati clusterizzati per società i ed effetti fissi temporali. Il modello considerato è il seguente $D_{i,t} = \propto_0 + \propto_1 US_i + \Omega_t control_{i,t} + \varepsilon_i$. Dove US_i è una variabile pari a 1 se la società i è statunitense e 0 altrimenti.

Disaccordo (variabile dipendente)	ESG	E	S	G
Modello	(1)	(2)	(3)	(4)
Marketcap	0.00	-0.09***	-0.02*	-0.03***
Volume	0.00	0.00*	0.00	0.00
ROA	-0.01	-0.04***	-0.02***	-0.03***
Dividend yield	-0.00	-0.01**	-0.01**	-0.01***
CDS	0.00*	-0.00**	0.00	-0.00*
Volatilità	0.00	0.00**	-0.00	-0.00
US	-0.04***	0.24***	0.09***	0.07***
Costante	0.50***	2.64***	1.61***	1.36***
N. Osservazioni	7373	7373	7373	7373
R^2 (overall)	0.05	0.16	0.13	0.08
Year FE	SI	SI	SI	SI

t-values tra parentesis
**** p<.01, ** p<.05, * p<.1*

Riferimenti bibliografici

Abhayawansa S. e S. Tyagi (2021). Sustainable Investing: The Black Box of Environmental, Social, and Governance (ESG) Ratings, The Journal of Wealth Management Summer, 24 (1), 49-54; DOI: https://doi.org/10.3905/jwm.2021.1.130

Banca d'Italia (2022). Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali. Roma, 8 aprile 2022. https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/vigilanza-bancaria/Aspettative_di_vigilanza_BI_su_ESG.pdf

Bank of England (2021). Key elements of the 2021 Biennial Exploratory Scenario: Financial risks from climate change. https://www.bankofengland.co.uk/stress-testing/2021/key-elements-2021-biennial-exploratory-scenario-financial-risks-climate-change

Barth F., B. Hubel e H. Scholz (2021). ESG and corporate credit spreads, The Journal of Risk Finance, 23 (2), 169-190, DOI: 10.1108/JRF-03-2021-004.

Billio M., M. Costola, I. Hristova, C. Latino e L. Pellizzon (2020). Inside the ESG ratings: (Dis)agreement and performance, Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 28, 1426–1445.

Berg, F., J.F. Koelbel, e R. Rigobon (2019). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings (Working paper). Cambridge, MA: MIT. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3438533.

Berg, F., J. F. Kolbel e R. Rigobon (2022). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. Review of Finance, in pubblicazione. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3438533.

Bloomberg (2022). ESG <GO> ESG Analysis Help Page.

Boffo, R. e R. Patalano (2020). ESG Investing: Practices, Progress and Challenges, OECD Paris, www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf.

Borgers A., J. Derwall, K. Koedijk e J. T. Host (2015). Do social factors influence investment behaviour and performance? Evidence from mutual fund holdings, Journal of Banking & Finance, 60, 112-126.

Chatterji A. K., R. Durand, D. I. Levine e S. Touboul (2016). Do Ratings Of Firms Converge? Implications For Managers, Investors And Strategy Researchers, Strategic Management Journal, 37, 1597-1614, DOI: 10.1002/smj.2407.

Christensen D., G., Serafeim e A. Sikochi (2021). Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings, The Accounting Review, 97 (1), 147-175, DOI: https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0506.

Cornell B. (2020). ESG Preferences, Risk and Return, European Financial Management, 27 (1), 12-19, DOI: https://doi.org/10.1111/eufm.12295

Crespi F. e M. Migliavacca (2020). The Determinants of ESG Rating in the Financial Industry: The Same Old Story or a Different Tale?, Sustainability, 12 (6), 6398, DOI: https://doi.org/10.3390/su12166398.

Damodaran A. (2021). Size effect is 'fiction,' Damodaran reiterates. BVWire (225-4). https://www.bvresources.com/articles/bvwire/size-effect-is-fiction-damodaran-reiterates#:~:text=June%2030%2C%202021&text=%E2%80%9CThere%20has%20been%20no%20size,recent%20CBV%20Institute%20Congress%202021.

Dimson E., P. Marsh e M. Staunton (2020). Divergent ESG Ratings, The Journal of Portfolio Management, 47 (1) 75-87; DOI: https://doi.org/10.3905/jpm.2020.1.175.

Drempetic S., C. Klein e B. Zwergel (2020). The Influence of Firm Size on the ESG Score: Corporate Sustainability Ratings Under Review, Journal of Business Ethics, 167, 333-360, DOI: https://doi.org/10.1007/s10551-019-04164-1.

Escrig-Olmedo E., M. A. Fernandez-Izquierdo, I. Ferrero-Ferrero, J. M. Rivera-Lirio e M. J. Munoz-Torres (2019). Rating the Raters: Evaluating how ESG Rating Agencies Integrate Sustainability Principles, Sustainability, 11 (3), 915, DOI: https://doi.org/10.3390/su11030915.

EBA (2021), EBA report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms, EBA/REP/2021/18, 23 giugno 2021. https://www.eba.europa.eu/eba-publishes-its-report-management-and-supervision-esg-risks-credit-institutions-and-investment

EBA (2022), The role of environmental risks in the prudential framework, EBA/DP/2022/02, 2 maggio 2022. https://www.eba.europa.eu/eba-launches-discussion-role-environmental-risks-prudential-framework

EC (2022), Targeted consultation on the functioning of the ESG ratings market in the European Union and on the consideration of ESG factors in credit ratings, 4 April 2022. https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2022-esg-ratings_en

Engle, R., S. Giglio, H. Lee, B. Kelly e J. Stroebel (2020). Hedging climate change news, The Review of Financial Studies, 33 (3), 1184–1216, DOI: https://doi.org/10.1093/rfs/hhz072

ESMA (2022), Call for evidence on Market Characteristics for ESG Rating Providers in the EU, 3 February 2022. https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/call-evidence-market-characteristics-esg-rating-providers-in-eu

ECB (2021), Climate-related risks to financial stability. Financial Stability Review. May 2021. https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/special/html/ecb.fsrart202105_02~d05518fc6b.en.html

ECB (2022), ECB Banking Supervision launches 2022 climate risk stress test. https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ssm.pr220127~bd20df4d3a.en.html.

Flammer C. (2015), Does corporate social responsibility lead to superior financial performance? A regression discontinuity approach, Management Science, 61, 2549-2568.

FSB (2010), Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings, October 2020.

Gibson Brandon R., P. Krueger e P. S. Schmidt (2021) ESG rating disagreement and stock returns, Financial Analysts Journal, 77, 104–127.

Giese G., Z. Nagy e L.E. Lee (2021). Deconstructing ESG Ratings Performance: Risk and Return for E, S, and G by Time Horizon, Sector, and Weighting, The Journal of Portfolio Management, 47 (3), 94-111, DOI: https://doi.org/10.3905/jpm.2020.1.198.

IOSCO (2021). Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Products Providers. International Organization Of Securities Commissions. 21 November 2021.

4. SERVIZI DI INVESTIMENTO E FINANZA SOSTENIBILE. LE CONSEGUENZE NON VOLUTE DELLA RECENTE DISCIPLINA EUROPEA

Andrea Perrone, Andrea Cardani ♦

- *Nel contesto del piano di azione promosso dalla Commissione Europea per finanziare la crescita sostenibile, la disciplina dei servizi di investimento è stata significativamente modificata, al fine di riorientare le scelte degli investitori verso obiettivi di sostenibilità.*
- *Ragionevolmente destinate ad aumentare la domanda di prodotti finanziari sostenibili, le nuove regole risultano esposte a possibili conseguenze non volute. I prodotti finanziari sostenibili presentano, infatti, alcuni rischi specifici, che le strategie normative in favore degli investimenti sostenibili finiscono per incrementare e concentrare.*
- *Per la ridotta capacità dell'attuale* framework *normativo di mitigare il problema, la consulenza finanziaria acquista un ruolo di particolare rilevanza per la tutela dell'investitore.*

1. **Il piano di azione della Commissione Europea sulla finanza sostenibile**

Dopo l'adozione dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo Sviluppo Sostenibile (ONU, 2015a) e l'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici (ONU, 2015b), l'Unione europea ("UE") si è posta nel contesto internazionale come «leader globale» della transizione verso una economia a impatto climatico zero (Commissione Europea, 2019). Consapevole del "costo politico" di un intervento diretto mediante norme ad hoc e regole fiscali, la Commissione ha invocato, a tal fine, «il contributo della finanza a una crescita sostenibile e inclusiva» (Commissione Europea, 2018).

Il piano di azione formulato dalla Commissione ha individuato, al riguardo, un triplice obiettivo: (1) «riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili»; (2) «gestire i rischi finanziari» derivanti dalle problematiche ambientali e sociali e (3) «promuovere la trasparenza e la visione di lungo termine nell'attività economica e finanziaria» (Commissione Europea, 2018). Tali obiettivi sono stati, a loro volta, articolati in una pluralità di azioni destinate a incidere sulla disciplina delle banche, delle assicurazioni e, soprattutto, del mercato dei capitali. Sul fondamento di un sistema unificato per la classificazione delle attività sostenibili, le azioni relative al mercato dei capitali hanno considerato sia il lato della domanda che quello dell'offerta. Accanto a un intervento di carattere istituzionale per la promozione degli investimenti in progetti sostenibili, la Commissione ha prospettato, in particolare, una integrazione dei fattori e dei rischi di sostenibilità nelle regole di comportamento relative alla prestazione dei servizi di investimento e alla gestione collettiva del risparmio (Commissione Europea, 2018).

♦ Rispettivamente Università Cattolica del Sacro Cuore e Università degli studi di Bergamo.

Per le sue caratteristiche strutturali, il saggio costituisce l'esito di un lavoro comune. Ai soli fini istituzionali, possono essere attribuiti ad Andrea Perrone i nn. 1, 2 e 6 e ad Andrea Cardani i nn. 3, 4 e 5.

2. **Il quadro giuridico di riferimento**

In attuazione del piano di azione della Commissione, un complesso di atti normativi disegna il quadro giuridico di riferimento.

Con specifico riguardo agli obiettivi ambientali, il Regolamento (UE) 2020/852 (c.d. Taxonomy Regulation) stabilisce i criteri per identificare le attività economiche sostenibili, secondo indicazioni declinate nel dettaglio con il Regolamento Delegato (UE) 2021/2139 (c.d. Taxonomy Climate Delegated Act). Il Regolamento (UE) 2019/2088 (c.d. Sustainable Finance Disclosure Regulation: "SFDR") introduce una classificazione dei prodotti finanziari sostenibili, funzionale a una trasparente informazione del pubblico da parte delle diverse tipologie di asset manager, così da promuovere gli investimenti sostenibili, scoraggiando, nel contempo, strategie dirette ad accreditare un ecologismo di facciata (c.d. greenwashing). Altri provvedimenti integrano fattori e rischi di sostenibilità nella disciplina dei servizi di investimento e della gestione collettiva del risparmio. Così, nella prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti e gestione di portafoglio, gli intermediari sono richiesti di considerare anche le preferenze di sostenibilità dell'investitore nella valutazione di adeguatezza e nella definizione dei propri assetti organizzativi (Regolamento Delegato (UE) 2021/1253; analogamente, con riguardo agli intermediari assicurativi, Regolamento Delegato (UE), 2021/1257). Più in generale, nella "produzione" e distribuzione di strumenti finanziari, il processo di product governance è chiamato a considerare anche i fattori di sostenibilità e gli obiettivi legati alla sostenibilità (Direttiva Delegata (UE) 2021/1269; con riferimento ai prodotti di investimento assicurativo, Regolamento Delegato (UE), 2021/1257). Nella medesima logica, i gestori del risparmio sono richiesti di adottare assetti organizzativi idonei a integrare i rischi di sostenibilità nell'esercizio della loro attività di asset management (Direttiva Delegata (UE) 2021/1270 e Regolamento Delegato (UE) 2021/1255).

3. **La disciplina dei servizi di investimento**

Per espressa dichiarazione della Commissione, gli interventi sulla disciplina dei servizi di investimento sono diretti a riorientare le scelte degli investitori verso obiettivi di sostenibilità (Commissione Europea, 2021a).

A tal fine, la nuova disciplina sulla valutazione di adeguatezza dovuta al cliente dall'intermediario che presta il servizio di consulenza o di gestione di portafoglio include le preferenze del cliente in materia di sostenibilità tra i fattori rilevanti per l'identificazione degli obiettivi di investimento. In particolare, agli intermediari è richiesto di: (1) ottenere dai clienti informazioni specifiche per valutare eventuali preferenze in materia di sostenibilità nell'ambito dei loro obiettivi di investimento; (2) se rilevante, fornire una descrizione dei fattori di sostenibilità presi in considerazione nel processo di selezione degli strumenti finanziari; (3) astenersi dal raccomandare o negoziare strumenti finanziari che non soddisfano le preferenze del cliente in materia di sostenibilità; (4) disporre di politiche adeguate per garantire la comprensione della natura, delle caratteristiche e dei rischi degli strumenti finanziari sostenibili. (artt. 52(3) e 54(2), (9) e (10) Regolamento Delegato (UE) 2017/565, quali modificati dal Regolamento Delegato (UE) 2021/1253).

Del pari, i fattori di sostenibilità sono integrati nelle disposizioni in materia di product governance. In particolare, gli intermediari che "producono" e distribuiscono strumenti finanziari destinati ai clienti «con un profilo legato alla sostenibilità» (considerando n. 5, Direttiva Delegata (UE) 2021/1269) devono considerare i

fattori di sostenibilità quando determinano il relativo mercato di riferimento (target market) e periodicamente ne verificano la coerenza con lo strumento finanziario. Qualora gli strumenti finanziari considerino fattori di sostenibilità, il regime ordinario viene, tuttavia, parzialmente derogato: produttori e distributori sono, infatti, esentati dall'identificare il gruppo di clienti con i quali lo strumento finanziario non è compatibile (c.d. target market negativo), con la conseguenza che strumenti finanziari sostenibili possono essere distribuiti anche a investitori che non hanno preferenze di sostenibilità (artt. 9 e 10 Direttiva Delegata (UE) 2017/593, quali modificati dalla Direttiva Delegata (UE) 2021/1269; il considerando 7 Direttiva Delegata (UE) 2021/1269 è esplicito nel dichiarare l'intenzione del legislatore di «garantire che gli strumenti finanziari con fattori di sostenibilità restino facilmente disponibili anche per i clienti che non hanno preferenze di sostenibilità»).

4. **Alcune possibili implicazioni**

Gli effetti della nuova disciplina sono potenzialmente di grande rilevanza.

Richiedere le preferenze di sostenibilità ai clienti aumenta, in primo luogo, la domanda di prodotti finanziari sostenibili. Benché il Regolamento Delegato (UE) 2021/1253 consideri le preferenze di sostenibilità come uno soltanto degli elementi rilevanti per identificare gli obiettivi di investimento [art. 54(5), Regolamento Delegato (UE) 2017/565, quale modificato dal Regolamento Delegato (UE) 2021/1253] e così consenta la possibile prevalenza di obiettivi finanziari, non pare, infatti, dubbio che la nuova disciplina favorisca la presa in considerazione di prodotti finanziari sostenibili da parte dei clienti, secondo un esito destinato a essere amplificato in un momento storico che valorizza tale tipologia di investimenti.

Analoghe considerazioni valgono con riguardo alle regole di product governance. Nel confronto con la precedente disciplina, che consentiva di non esplicitare le caratteristiche dello strumento finanziario in punto di sostenibilità, le nuove regole impongono all'intermediario di prendere posizione, con la conseguenza di attribuire al suo comportamento un carattere segnaletico "pro" o "contro" la sostenibilità. In un contesto culturale e di mercato fortemente connotato dal favore per gli investimenti sostenibili, produrre e distribuire strumenti finanziari destinati a un target market neutrale o addirittura avverso rispetto a considerazioni di sostenibilità può comportare, pertanto, conseguenze reputazionali negative: rischio che, a sua volta, incentiva la "produzione" e la distribuzione di strumenti finanziari sostenibili. Sotto un diverso profilo, escludere la rilevanza del target market negativo equivale ad allargare il mercato della distribuzione. Se gli strumenti finanziari sostenibili possono risultare adeguati anche per investitori senza preferenze di sostenibilità, la loro distribuzione risulta, infatti, all'evidenza favorita.

5. **I rischi dei prodotti finanziari sostenibili**

Nella prospettiva così descritta, la scelta del legislatore europeo potrebbe comportare conseguenze non volute. I prodotti finanziari sostenibili presentano, infatti, alcuni rischi specifici, che le strategie normative in favore degli investimenti sostenibili finiscono per incrementare e concentrare.

Si considerino, per esempio, i prodotti finanziari che allocano le risorse in un'attività economica diretta a contribuire a un obiettivo ambientale (per es.: azioni, obbligazioni o quote di un fondo comune di investimento dirette a finanziare società operanti nel settore dell'energia geotermica: art. 9(1) SFDR). Come riconosciuto dal medesimo legislatore europeo, esistono attività

economiche che generano emissioni di carbonio (c.d. attività brown) per le quali «non esistono alternative a basse emissioni di carbonio tecnologicamente ed economicamente praticabili» (art. 10(2) Taxonomy Regulation; nel senso che talune energie sono talmente peculiari e idonee al fabbisogno da impedire alternative praticabili, International Energy Agency, 2021). A questa stregua, un nucleo stabile di attività brown è destinato a perdurare nonostante il processo di transizione verso attività a basse emissioni di carbonio (c.d. attività green), se del caso rimanendo dominante. Di qui un rischio evidente: un prodotto diretto a finanziare attività green potrebbe rivelarsi in contraddizione con l'andamento del mercato, salvo un costante sostegno pubblico, a sua volta, tuttavia, esposto a rischi derivanti dal contesto politico ed economico di riferimento. Il ridotto interesse sino a ora riscosso dai fondi comuni di investimento che perseguono direttamente un obiettivo sostenibile (Morningstar, 2021) potrebbe confermare tale conclusione.

Rischi rilevanti presentano anche i prodotti finanziari sostenibili che considerano i possibili effetti del processo di transizione verso le attività green e la conseguente perdita di valore degli investimenti in attività brown (per es., quote di un fondo comune di investimento che esclude dalla propria asset allocation società che svolgono attività brown). È, infatti, ben vero che tali investimenti consentono di gestire tale rischio di transizione (European Banking Authority, 2021; Grünewald, 2021; European Central Bank, 2020; Battiston, Monasterolo, 2020), come pure può ritenersi «sempre più probabile che gli investimenti nelle attività e negli asset non sostenibili vengano bloccati, dal momento che le sfide a livello climatico e ambientale diventano sempre più rilevanti» (Commissione Europea 2021b). Parimenti vero è, tuttavia, che una pluralità di fattori esogeni può alterare in modo significativo l'evoluzione dalle attività brown a quelle green. A fronte di un processo per sua natura globale (Joint Committee of the ESA, 2020) e dipendente in modo decisivo dal sostegno pubblico, le politiche dei diversi Stati possono contrastare o ritardare in modo significativo un'effettiva realizzazione del processo di transizione. Come dimostrato dal recente dibattito sulla possibilità di qualificare come sostenibile l'energia nucleare, i gruppi di interesse possono, altresì, giocare un ruolo di rilievo sul contenuto di un processo di transizione. La congiuntura economica, tensioni geopolitiche e scenari di guerra possono, infine, causare sviluppi incontrollati. Non sorprende, pertanto, che nel 2021 gli strumenti finanziari di società brown abbiano ottenuto rendimenti superiori a quelli emessi da società green (Temple-West, Talman, 2021) e che alcuni hedge fund abbiamo ottenuto rendimenti significativi approfittando di una congiuntura di mercato orientata al disinvestimento da società che svolgono attività brown (Fletcher, Brower, 2021).

6. **La tutela degli investitori**

Se, quindi, i prodotti finanziari sostenibili presentano rischi specifici, destinati a essere incrementati e concentrati dalle scelte del legislatore europeo, l'attuale framework normativo non pare offrire una corrispondente tutela a beneficio degli investitori.

Nell'impostazione generale della disciplina MiFID II, la valutazione di adeguatezza costituisce il presidio di maggiore efficacia, con riferimento tanto al rapporto tra intermediario e cliente at the point of sale quanto all'intero ciclo produttivo e distributivo dello strumento finanziario (Perrone, 2020). Con riguardo ai prodotti finanziari sostenibili, tale presidio rischia, tuttavia, di essere indebolito: l'incerto rapporto "gerarchico" tra

rendimento finanziario e fattori di sostenibilità nella valutazione degli obiettivi di investimento del cliente amplia, infatti, la discrezionalità dell'intermediario, così che possono essere ritenute adeguate operazioni di investimento con una significativa concentrazione di rischio. Nel caso di distribuzione realizzata mediante servizi meramente esecutivi, come tipicamente accade con le piattaforme, l'assenza della valutazione di adeguatezza e di un target market negativo rendono possibile una distribuzione in cui i rischi dei prodotti finanziari sostenibili sono traslati in capo agli investitori senza alcuna tutela diversa dalla mera informazione all'investitore. Anche quest'ultimo presidio risulta, tuttavia, debole. Se, in termini generali, valgono le tradizionali cautele sulla ridotta efficacia della disclosure all'investitore (Ben-Shahar, Schneider, 2014; Perrone, 2020), con specifico riferimento ai prodotti finanziari sostenibili le prescrizioni del SFDR sembrano più orientate a prevenire il greenwashing che a mettere in guardia sull'effettivo impatto dei rischi di sostenibilità sul rendimento dei prodotti finanziari messi a disposizione dagli intermediari.

In questa prospettiva, la complessità dei prodotti finanziari sostenibili in punto di rischi potrebbe comportare un'ulteriore conseguenza non voluta: offrire un vantaggio competitivo alla consulenza finanziaria di qualità, come tale capace di indirizzare adeguatamente il cliente rispetto ai nuovi rischi dell'investimento nel mercato dei capitali.

Bibliografia

Battiston, S., Monasterolo, I. (2020), The Climate Spread of Corporate and Sovereign Bonds, www.ssrn.com.

Ben-Shahar, O., Schneider, C.E. (2014), More Than You Wanted to Know: The Failure of Mandated Disclosure, Princeton University Press

Commissione Europea (2018), Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, COM(2018) 97 final.

Commissione Europea (2019), Il Green Deal europeo, COM(2019) 640 final.

Commissione Europea (2021a), Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy, COM(2021) 188 final.

Commissione Europea (2021b), Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il Green Deal europeo, COM(2021) 188 final.

European Banking Authority (2021), On Management and Supervision of ESG Risks for Credit Institutions and Investment Firms, Report, EBA/REP/2021/18.

European Central Bank (2020), Guidance on climate and environmental risks, www.ecb.europa.eu.

Fletcher, L., Brower, D. (2021), Hedge funds cash in as green investors dump energy stocks, 7 October 2021, www.ft.com

Grünewald, S. (2021), Climate Change as a Systemic Risk in Finance: Are Macroprudential Authorities Up to the Task?, in D. Busch, G. Ferrarini, S. Grünewald (eds.), Sustainable Finance in Europe, Palgrave Macmillan, 2021, 227-257

International Energy Agency (2021), Coal 2021: Analysis and Forecast to 2024, www.iea.org

Joint Committee of the European Supervisory Authorities (2020), Response to the Public Consultation on a Renewed Sustainable Finance Strategy, www.esas-joint-committee.europa.eu

Morningstar (2021), SFDR Article 8 and 9 Funds: 2021 in Review, www.morningstar.com

ONU (2015a), Transforming award world: the 2030 Agenda for sustainable development, www.sdgs.un.org

ONU (2015b), Paris Agreement, www.unfccc.it

Perrone, A. (2020), Il diritto del mercato dei capitali[3], Giuffrè Francis Lefebvre

Temple-West, P., Talman, K. (2021), ESG shares underperform oil and gas in 2021, 30 December 2021, www.ft.com.