Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa

Università Cattolica
del Sacro Cuore

G. ZADRA - R. MASERA - G. D'AGOSTINO - C. BARBAGALLO

"FINANZIARE L'ECONOMIA IN TEMPO DI CRISI: LE RISPOSTE DEI MERCATI, IL RUOLO DEGLI INTERMEDIARI, GLI ORIENTAMENTI DELLE AUTORITÀ"

"Sadibatrentotto"

Interventi tenuti nell'ambito del seminario su
"L'industria bancaria verso gli anni 2020: rigenerazione manageriale"
Castello dell'Oscano - Perugia, 22 marzo 2014

QUADERNO N. 281

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa

Università Cattolica
del Sacro Cuore

G. ZADRA - R. MASERA - G. D'AGOSTINO - C. BARBAGALLO

"FINANZIARE L'ECONOMIA IN TEMPO DI CRISI: LE RISPOSTE DEI MERCATI, IL RUOLO DEGLI INTERMEDIARI, GLI ORIENTAMENTI DELLE AUTORITÀ"

"Sadibatrentotto"

Interventi tenuti nell'ambito del seminario su
"L'industria bancaria verso gli anni 2020: rigenerazione manageriale"
Castello dell'Oscano - Perugia, 22 marzo 2014

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano, Largo A. Gemelli, n. 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria - Milano, Via Monte di Pietà, 7 - Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: bpci-assbb@bpci.it
sito web: www.assbb.it

INDICE

1 – Dott. Giuseppe Zadra

La securitisation per finanziare la ripresa. pag. 5

2 – Prof. Rainer Masera

Crediti deteriorati, contesto macroeconomico
e implicazioni per il settore bancario pag. 23

3 – Dott. Giuseppe D'Agostino

Evoluzione del quadro normativo europeo sugli "strumenti
di finanziamento della crescita". Le sfide alla crisi tra tutela
degli investitori ed efficienza dei mercati finanziari pag. 49

4 – Dott. Carmelo Barbagallo

Doveri e responsabilità degli amministratori delle banche:
il punto di vista della Banca d'Italia pag. 79

Dott. Giuseppe ZADRA
Segretario Generale Fondazione Istituto L. Einaudi

La securitisation per finanziare la ripresa

Introduzione

Dalla crisi del 2008 il sistema bancario europeo attraversa un periodo di profonda difficoltà, stretto tra inasprimento della regolamentazione, aumento del rischio di credito e riduzione delle opportunità di raccolta. La combinazione di questi fattori impedisce alle banche di fungere da motore del sistema economico, cioè di indirizzare le risorse finanziarie verso gli usi più produttivi.

A fronte di fabbisogni finanziari sempre maggiori, la capacità delle banche di estendere direttamente credito alle imprese è limitata (sez. 1), mentre rimangono sotto-utilizzati differenti sistemi di intermediazione che, tramite il mercato finanziario, sembrerebbero in grado di colmare questo vuoto, aumentando la redditività delle banche e al contempo favorendo la ripresa dell'economia reale in un circolo virtuoso. Minibond e cartolarizzazione rappresentano due esempi di intermediazione basata sul mercato.

A differenza del sistema delle cartolarizzazioni, i minibond non soddisfano però alcune desiderabili proprietà, prima fra tutte la liquidità delle singole emissioni (sez. 2). La cartolarizzazione, se condotta prudentemente (traendo suggerimenti e tecniche dall'esperienza dello *shadow banking),* può essere invece appetibile tanto alle banche, in termini di servizi da offrire, quanto agli investitori, in grado di sfruttare nuove combinazioni rischio/rendimento (sez. 3).

Il *Funding Gap*

La crisi del 2008 ha generato una drastica diminuzione degli attivi bancari (*de-leveraging*)[1] e una nuova e più

[1] In parte attenuata dalla politica monetaria espansiva e in alcuni casi innovativa della BCE (es. LTRO)

stringente regolamentazione finanziaria in conseguenza della quale gli oneri in termini di capitale e liquidità per le banche europee sono aumentati considerevolmente. Il nuovo quadro regolamentare incide in modo particolare su tre aspetti della gestione bancaria: a) nuovo capitale e di migliore qualità[2]; b) limiti all'uso della leva finanziaria[3]; c) requisiti minimi in termini di liquidità, intesa come la capacità di una banca di sopravvivere per un mese senza accesso a fondi esterni[4]. A questi nuovi vincoli bisogna poi aggiungere la necessità per l'economia che le banche riportino il volume del credito non solo ai livelli precedenti (*ri-leveraging)* ma anche a livelli idonei a sostenere una vera ripresa, con il conseguente obbligo per le banche di dover aumentare ancora il capitale.

Un computo prudente del nuovo capitale richiesto alle banche europee deve partire dalla stima di nuove attività e cioè dagli oltre €4 trilioni (≈ €4200 miliardi) di fondi aggiuntivi necessari per finanziare almeno parzialmente la crescita del Sistema Europa[5], così ripartiti:

1. €2 trilioni per processi di *ri-leveraging* (circa il 7% del bilancio delle banche)[6], cioè per tornare al livello di attivi del 2007
2. €1,6 trilioni per finanziare la crescita dell'economia reale[7] oltre i livelli del 2007
3. €600 miliardi per adempiere alla nuova normativa sulla liquidità (*Liquidity Coverage Ratio*, LCR)[8]

Applicando i coefficienti di rischio di Basilea III a queste stime, per le banche europee il fabbisogno di nuovo capitale si attesta a circa €330 miliardi[9]. In aggiunta a quanto

[2] *Risk-weights* più stringenti in Basilea III
[3] Introduzione di una *leverage ratio*
[4] Istituzione di una *Liquidity Coverage Ratio*, LCR
[5] (IMF, October 2012) e (European Banking Authority, EBA, September 2012)
[6] (IMF, October 2012)
[7] Al 2% annuo nel periodo 2012-2016
[8] (PCS Secretariat, March 2013)
[9] € 4100 mld 8%

detto, è anche necessario considerare l'attuale congiuntura macroeconomica, in cui un circolo vizioso fra contrazione dei profitti (che non permette di attingere a fonti interne) e perdite sui crediti (che erodono il capitale) continua a mettere pressione sui bilanci delle banche (*de-leveraging*).
Nelle condizioni di mercato attuali, per le banche appare quindi complicato reperire mezzi propri così ingenti per quattro motivi principali:

I. Basso livello di utili. Il modello di business tradizionale, ossia basato prevalentemente su raccolta e impieghi, determina attualmente un ROE medio prossimo allo zero a fronte di un costo del capitale ben superiore.
II. Resistenza degli azionisti a una diluizione delle quote,[10] che spesso comporta la necessità di alterare gli equilibri di controllo
III. Elevata incertezza. La lentezza e la disomogeneità con cui sta procedendo la ripresa economica in Europa incidono negativamente non solo sulla capacità di ricapitalizzazione delle banche ma anche sulla necessità da parte delle banche di risolvere i loro problemi strutturali[11] prima di estendere nuovo credito.
IV. Ridotto supporto istituzionale. L'incremento del debito pubblico, in alcuni casi dovuto al salvataggio degli intermediari finanziari (es. Irlanda o Regno Unito), ha ridotto notevolmente la garanzia implicita dei governi a supporto delle banche in difficoltà e di fatto scoraggia gli interventi legati al tema del "*too big to fail*".

D'altre parte, i canali tradizionali di raccolta: depositi, obbligazioni e covered bond non sembrano in grado di soddisfare l'ingente esigenza di fondi. Anche ammettendo la fattibilità tecnica e la disponibilità di fondi sul mercato, a capitale invariato i coefficienti di rischio di Basilea III

[10] Si veda il caso di MPS
[11] Elevato livello di sofferenze, alti costi di gestione …

non consentirebbero comunque di estendere credito all'economia reale[12]. Altre strade per rilanciare gli investimenti sono però teoricamente possibili. Ad esempio, il settore pubblico potrebbe finanziare direttamente l'economia reale e promuovere la ripresa, ma per ovvie ragioni di finanza pubblica (es. Patto di stabilità) questa opzione non è fattibile. Al contrario, la "strada dei mercati" può rappresentare un'importante svolta. In quest'ottica, i finanziamenti mancanti all'economia dovranno quindi essere attinti dai mercati finanziari per mezzo di una differente procedura di intermediazione, che metta in contatto utilizzatori di fondi, banche e investitori all'interno di un sistema di credito più esteso del tradizionale.
Di recente, l'Italia ha sperimentato due iniziative concrete in questo senso: i minibond e la cartolarizzazione. Sempre più, infatti, si volge lo sguardo al sistema finanziario americano, in cui il mercato creditizio cartolarizzato (talora definito *shadow banking*) nel 2007 portava all'economia oltre il 50% di finanziamenti in più del sistema bancario tradizionale[13].
In estrema sintesi, per finanziare la ripresa servono circa €4000 miliardi, ma se si utilizza solo il sistema bancario sono necessari oltre €300 miliardi di capitale, difficilmente reperibili. Per non congelare la possibilità di sviluppo è necessario studiare un altro percorso.

Intermediazione creditizia basata sul mercato
Per rispondere alle esigenze di finanziamento delle banche e dell'economia reale, un sistema di intermediazione creditizia basato sul mercato deve soddisfare alcuni requisiti minimi, sia dal lato delle banche sia dal lato degli investitori.
In primo luogo, deve permettere alla banca di soddisfare i vincoli di capitale di Basilea III. La banca deve essere cioè

[12] Ci si può chiedere come potranno superare quest'ostacolo le banche che si finanzieranno direttamente con la BCE. Per effettuare prestiti con i fondi forniti dalla BCE serve comunque mantenere i *ratios* di capitale.
[13] $12 contro $8 trilioni (Federal Reserve Bank of New York, 2010).

in grado di procurare nuovo credito senza dover ricorrere a capitale aggiuntivo o nei limiti in cui vi riesce. A questo proposito, è bene ricordare che gli aumenti di capitale effettuati nel periodo recente sono destinati a raggiungere i vari *ratios* imposti dalla normativa e quindi solo a fronteggiare il livello attuale degli attivi e non già a consentire l'estensione degli stessi (*re-leveraging*).

Gli strumenti che consentano di espandere in via indiretta il credito devono però essere appetibili anche alle diverse tipologie di investitori che operano nei mercati finanziari. Come la crisi del 2008 ha chiaramente mostrato, requisiti essenziali sotto questo profilo sono la trasparenza e la standardizzazione degli strumenti utilizzati. Gli investitori che operano nel mercato globale[14] e ai quali è necessario rivolgersi[15] sono tipicamente lontani sia fisicamente sia economicamente dall'originatore del credito e devono quindi essere posti in grado di comprendere, prezzare adeguatamente e confrontare asset che, pur appartenendo alla stessa classe, sono denominati in valute diverse ed emessi in località differenti.

In termini generali, la standardizzazione è favorita dalle grandi società di revisione dei bilanci, che certificano la correttezza della rappresentazione della situazione economica-patrimoniale dell'azienda, e dalle agenzie di rating, che rilasciano un parere sul rischio di credito dello strumento utilizzando metodologie uniformi a livello globale. Al requisito di standardizzazione dello strumento finanziario si aggiunge poi la necessità per gli investitori e le banche di operare all'interno di un quadro regolamentare ben definito e armonizzato fra paesi.

Va infine ricordato che sui mercati finanziari operano investitori che sono interessati a diversi orizzonti temporali

[14] Principalmente essi sono Pension Funds, Asset Managers e grandi tesorerie, che ragionano nell'ottica dell'investimento in titoli e non di concessione di credito.

[15] poiché attualmente in Italia il rapporto impieghi/depositi è già superiore al 100% (e quindi siamo in una situazione di *funding gap*).

(dagli hedge funds ai fondi pensione) e a diverse combinazioni di rischio\rendimento, e che tutte le diverse categorie di investitori sono particolarmente interessate alla liquidità dello strumento. Quest'ultima è misurata attraverso vari indicatori (dallo spread bid-ask alla "profondità" del mercato in questione) ed è intesa come la facilità di trovare un compratore senza subire perdite di valore. In caso di strumenti illiquidi, il premio richiesto dagli investitori, e dunque indirettamente alle aziende che chiedono credito, può essere così alto da scoraggiare ogni forma di intermediazione.
Un buon sistema di intermediazione creditizia basata sul mercato dovrebbe dunque rispondere perlomeno a tutte queste esigenze.

Intermediazione creditizia basata sul mercato: il caso dei minibond

I minibond, istituiti con decreto legge 83/2012 dal governo Monti, sono sostanzialmente *corporate bonds,* emessi in genere da una singola PMI, con un orizzonte temporale non inferiore ai trentasei mesi. Nel periodo che va da novembre 2012 a dicembre 2013, in Italia si sono registrate circa venti operazioni per un totale di quasi €6 miliardi[16].
Se i mini-bond sono un primo interessante tentativo di far accedere direttamente le PMI ai mercati finanziari, alcuni loro limiti appaiono tuttavia evidenti.
Per come sono stati strutturati finora, i minibond non sono appetibili alla maggior parte degli investitori nel mercato finanziario internazionale: mancano infatti dei requisiti di standardizzazione ma soprattutto non sono emessi in volume sufficiente ad interessare il mercato internazionale e sono sostanzialmente illiquidi[17], essendo privi di un attivo

[16] Quasi tutti gli emittenti sono società di medio/grande dimensione in Italia. Nei primi tre mesi del 2014 sono avvenute altre cinque emissioni per un importo medio di €16 milioni da parte di piccole e medie imprese. (Banca d'Italia, Maggio 2014).
[17] Gli strumenti preferiti per acquistare minibond risultano essere Fondi Chiusi Specializzati, quindi investitori di medio-lungo periodo.

mercato secondario (che si sviluppa solo in presenza di un flusso significativo e sistematico di emissioni).
Al contrario, il sistema delle cartolarizzazioni può essere organizzato in modo da alimentare un mercato secondario ed essere quindi abbastanza liquido per gli investitori. Inoltre, se le banche usassero la tecnica della cartolarizzazione, il loro fabbisogno di capitale si ridurrebbe significativamente, in quanto la nuova normativa vigente prevede una *retention* del solo 5% dell'importo cartolarizzato. Tornando ai dati della prima parte[18], a fronte dei nuovi €4 trilioni di finanziamento alle imprese e ipotizzando di utilizzare esclusivamente la tecnica della cartolarizzazione, il fabbisogno di capitale delle banche potrebbe essere non già di €330 miliardi ma (con *retention* del 10%) di soli €40 miliardi, con un bel vantaggio in termini di reperibilità.

Intermediazione creditizia basata sul mercato: il caso delle cartolarizzazioni

Il sistema delle cartolarizzazioni nella sua forma più semplice[19] prevede un originatore di crediti (tipicamente la banca) e un veicolo speciale (*Special Purpose Vehicle,* SPV) cui è trasferita la proprietà dei crediti stessi. Per finanziarsi il veicolo speciale emette a sua volta titoli di debito garantiti dai suoi attivi creditizi (*Asset-Backed Securities*, ABS), che vende a investitori con vari livelli di propensione al rischio. Diversi processi ancillari accompagnano la cartolarizzazione dei crediti: dal continuo monitoraggio della qualità degli asset stessi e dei relativi cash flow (*servicing*) ai contratti di *swap* necessari a convertire i flussi di cassa degli underlying asset nei flussi di cassa richiesti dagli investitori.
Prima ancora di esaminare se la cartolarizzazione può rappresentare un buon sistema di credito basato sul mercato, è opportuno analizzare il ruolo delle cartolarizzazioni nella

[18] Cfr. sez. 1 "Il Funding Gap".
[19] *Cash securitisation.*

crisi finanziaria globale del 2008.
Innanzitutto, occorre ricordare che nessun artificio di ingegneria finanziaria può produrre titoli di elevata qualità se la garanzia sottostante (es. i crediti) non soddisfa alcuni requisiti minimi. Ad esempio, durante il periodo che va da luglio 2007 al terzo trimestre 2013, il tasso di default delle prudenti cartolarizzazioni europee basate su prodotti di credito ai consumatori (mutui, carte di credito, finanziamenti vari) è stato del 0,05%[20]. Al contrario, il tasso di default dell'equivalente statunitense, che comprende cartolarizzazioni basate sui *mutui subprime*, è stato del 18,4%[21].
In secondo luogo, la crisi è stata, almeno nella sua prima fase, una crisi di liquidità, a sua volta causata da un sistema finanziario fuori controllo che, oltre a un uso spropositato della leva finanziaria, impiegava anche tecniche di trasformazione della scadenza portate all'estremo, attraverso le quali portafogli di titoli a lungo termine erano finanziati da titoli a brevissima scadenza (in alcuni casi su mercati overnight)[22]. Con la nuova regolazione proposta, il processo di cartolarizzazione tenderebbe ad allinearsi verso un orizzonte "*self-liquidating*", ossia gli interessi e il montante dell'asset corrisponderebbero grossomodo a interessi e montante dell'ABS[23].
Infine, un'ulteriore causa della crisi è stato il cambiamento di modello di business delle banche: da un modello *originate-to-hold* (OTH) a un modello *originate-to-distribute* (OTD), causando un disallineamento di incentivi fra l'originatore dei crediti e l'investitore finale sottoscrittore delle obbligazioni garantite dai crediti stessi. Mentre nell'OTH la banca (originatore) conserva interessi economici nel credito che elargisce (e che rimane nel proprio bilancio) ed è

[20] Migliore quindi di quello medio sui prestiti.
[21] (Bank of England; European Central Bank, May 2014).
[22] Ad esempio il caso dei SIV (Structured Investment Vehicle, SIV) che si finanziavano vendendo titoli a brevissimo termine (es. Asset-Backed Commercial Paper, ABCP) e acquistavano titoli a lungo termine (es. RMBS).
[23] (Bank of England; European Central Bank, May 2014).

dunque incentivata a condurre un'approfondita e continua analisi di rischio del credito, nell'OTD l'originatore, nel giro di pochi mesi, trasferisce interamente il rischio all'investitore finale, che non è in grado di valutare adeguatamente un prodotto tendenzialmente opaco. Per ovviare a questo problema, la nuova legislazione introduce il cosiddetto *skin-in-the-game*: l'originatore mantiene obbligatoriamente nel proprio bilancio il 5% dei crediti dell'ABS ceduto (*retention*), re-introducendo così un incentivo a condurre un'analisi del rischio prudente e a proseguire nella funzione di monitoraggio.

Se la "buona" cartolarizzazione è dunque possibile, rimane però aperto il quesito se un sistema di intermediazione creditizia basato sulla cartolarizzazione può ancora funzionare. A questo proposito, il recente documento della Bank of England e della Banca Centrale Europea[24] mette in evidenza tutti gli elementi che una "*qualifying securitisation*" dovrebbe osservare per poter essere appetibile agli investitori, conveniente alle banche e certamente utile all'economia reale. Inoltre, a mio giudizio, rompe meritoriamente i tabù rappresentati dalle espressioni di "finanza strutturata", "shadow banking" e "economia di carta" di cui la stampa si è nutrita negli ultimi anni.

Sotto il profilo del capitale, all'interno del nuovo quadro regolamentare (all'interno del quale andrebbe a configurarsi la "*qualifying securitisation*"), è evidenziato che la banca, cartolarizzando i crediti, ne trasferisce definitivamente la proprietà all'SPV, liberando temporaneamente capitale da allocare a nuove attività creditizie\produttive.

Sotto il profilo della trasparenza e standardizzazione, i nuovi regolamenti introdurranno rilevanti migliorie rispetto al passato, in sintesi: gli originatori dovrebbero soddisfare standard minimi di analisi del rischio di credito; corredare il prospetto degli ABS con informazioni granulari sui crediti sottostanti all'ABS; ricevere un rating da agen-

[24] (Bank of England; European Central Bank, May 2014).

zie di rating accreditate; essere qualificati per continuare a svolgere il *servicing*…

Gli investitori, a differenza del mercato dei minibond, potranno potenzialmente trovare un mercato in cui sono scambiati prodotti strutturati (ma da cui si può facilmente risalire alla storia del credito sottostante), standardizzati e con rating di agenzie accreditate. Per un investitore operante in mercati finanziari globali, la standardizzazione e la trasparenza rappresentano sicuramente due requisiti fondamentali[25]. Infatti, invece di ricostruire internamente (a costi probabilmente proibitivi) l'equivalente dell'ufficio crediti di una banca per analizzare (e monitorare nel continuo) la rischiosità delle ABS[26], l'investitore può affidarsi direttamente alle banche che mantengono il ruolo di *servicing* e che hanno già sia l'esperienza sia la necessaria infrastruttura dislocata sul territorio. È evidente come questo processo comporti economie di scala vantaggiose a entrambe le controparti (banche e investitori).

In più, proprio a causa del procedimento di cartolarizzazione che crea gli ABS (l'aggregazione di asset differenti), l'ABS sfrutta naturalmente i benefici della diversificazione dei rischi e si presta facilmente al *tranching,* per cui il portafoglio di ABS viene "tagliato" per classi di rischio di credito (attraverso classi di privilegio in caso di default)[27], di durata (raggruppando i flussi di cassa per periodi di scadenze diversificate) o di valuta. Infine, attraverso una combinazione di *tranching* e *structuring* (e cioè la trasformazione dei flussi di cassa del portafoglio per classi di rischio e durata) si possono creare titoli completamente nuovi[28] e adatti alla diversa propensione per il rischio degli investitori.

[25] Cfr. sez. 2.

[26] Il quale deriva magari da crediti elargiti a PMI geograficamente distanti dall'investitore, causando un'ovvia difficoltà a reperire dati sulle aziende in questione.

[27] per cui le perdite vengono prima coperte dalla classe più junior e poi via via allocate alla classe superiore in caso le perdite superino la capacità di assorbimento della precedente.

[28] Titoli sintetici.

Nonostante le potenzialità della cartolarizzazione ben evidenziate dal paper congiunto di BCE e BoE, alcuni ostacoli impediscono tuttora la (ri-)nascita di un mercato europeo delle cartolarizzazioni. Sotto il profilo normativo, i *risk-weights* di Basilea III per le cartolarizzazioni sono stati concepiti durante la fase più acuta della crisi e risultano dunque eccessivamente punitivi per cartolarizzazioni di crediti di buona qualità. La nuova regolamentazione proposta è però troppo orientata verso un'eccessiva semplificazione del meccanismo della cartolarizzazione, scoraggiando la ri-cartolarizzazione e diminuendo quindi significativamente la possibilità di fare *structuring* (e dunque di accedere a una più ampia platea di investitori).
Tuttavia, a mio giudizio, il percorso delineato per le "*qualifying securitisation*" non prende in considerazione a sufficienza l'ostacolo principale allo sviluppo di un mercato di questi strumenti: la liquidità. Infatti, come per i minibond, le emissioni di ABS di un solo originatore sono caratterizzate da operazioni singole che non raggiungono una dimensione rilevante e non garantiscono un flusso sufficiente di dimensione e continuità. Il problema chiave è quindi la liquidità dei titoli, causata dall'assenza di un mercato secondario per gli ABS, che, sotto il profilo della natura dello strumento, rientrano nella categoria delle *debt-securities* o *non-equity securities*.

Una proposta sul fronte della liquidità: "*qualifying* CDO"

I principali documenti sulle cartolarizzazioni sono, a mio giudizio, tre: quello dello IOSCO (2010) sulla trasparenza (dei prodotti cartolarizzati); quello del segretariato PCS (marzo 2013) che dà grande evidenza alla *securitisation* come soluzione al *Funding Gap*; e quello, sicuramente con potenziale di maggiore impatto, di BCE e BoE (maggio 2014), che esamina quasi tutti i problemi della *securitisation* e ne evidenzia soluzioni anche di tipo regolamentare.
Tuttavia, nessuno di questi documenti analizza a fondo la

questione della liquidità dei mercati dei titoli di debito e dunque anche dei mercati dei titoli cartolarizzati (ABS e CDO), che sono a ogni effetto "*non-equity*" o "*debt securities*".
In anni passati, in Italia il tema è stato approfondito prima in occasione della costruzione del MTS e poi in seguito alle discussioni promosse dalla Consob per la predisposizione della MiFID I, del TUF[29] e più di recente della MiFID II, sotto la denominazione di "*trasparenza dei mercati secondari non-equity*", tuttora oggetto di lavoro nei gruppi IOSCO e nella consultazione EBA.
Il dibattito verte sulla microstruttura del mercato secondario dei titoli di debito e in particolare se la trasparenza del mercato (in termini di fase *pre-trade* e *post-trade*) sia, di fatto, in contrasto con la sua liquidità. L'argomento poggia sulla natura di questo mercato secondario, caratterizzato dalla presenza di grandi intermediari in proprio (*dealer*), i quali reclamano che la trasparenza *pre-trade* (*competitive firm offers*) e *post-trade* (immediata *disclosure*) mette in luce la loro strategia individuale e quindi incentiva i concorrenti ad adottare contro di loro comportamenti competitivi che consentono di dedurre dalla *trade transparency* la loro posizione finanziaria e di sfruttarla aggressivamente.
Quest'antico problema ha avuto un momento di grande notorietà in occasione del celebre caso di una grandissima banca che è entrata in conflitto con il MTS e altri mercati organizzati di titoli di stato. Il tema rimane tendenzialmente più rilevante in Italia (in cui è sviluppato un fortissimo mercato di titoli di stato e di corporate bond bancari aperto al *retail*), che non in Europa, in cui la presenza di operatori all'ingrosso rende meno necessaria la tutela dei piccoli investitori.
Resta il fatto che questi ultimi 20-25 anni (dalla creazione di MTS e dei mercati telematici) hanno mostrato come il mercato secondario del debito, essendo un mercato di *dealer,* ha, in termini di liquidità degli strumenti, esigenze di

[29] Testo Unico della Finanza.

funzionamento particolari.
Nello specifico, è utile disporre di un gruppo di *primary dealers* disposti ad acquistare grandi quantità di titoli obbligazionari per poi rivenderli ai grandi investitori istituzionali, che sono interessati a una varianza del *return* (interessi e *capital gain*) minore di titoli azionari e dipendente in grandissima parte dalle attese delle variazioni dei tassi di interesse e dei cambi (cioè da variabili poco dipendenti dall'emittente dei titoli) e molto meno da variazioni del rischio di credito del singolo titolo[30].
Solo se gli scambi correnti sul mercato sono di ammontare sistematicamente consistente, il gestore del portafoglio si assumerà il rischio di prendere una posizione che prima o poi dovrà liquidare per aggiornare il suo portafoglio alle mutate condizioni del mercato.
La quantità e la continuità delle emissioni sono quindi elementi essenziali e la prova migliore è stata la politica di emissione del debito pubblico italiano all'inizio degli anni '90, caratterizzata da una riduzione e standardizzazione del numero di emissioni (per ridurre la frammentazione tipologica) e da una programmazione e continuità delle emissioni (per dar modo al mercato di conoscere in anticipo i flussi su cui contare)[31].
In sintesi, un titolo di debito sviluppa un buon mercato secondario se la sua offerta sul mercato primario è standardizzata e di volume consistente e continuo, dunque prevedibile e affidabile per gli investitori finali e per quegli investitori di breve periodo che sono gli intermediari (*dealers* o *market makers*).
Di conseguenza, la *securitisation* dei crediti potrebbe diventare una valida soluzione solo se si riuscisse a orga-

[30] Si pensi, ad esempio, al gestore di un portafoglio obbligazionario che deve ottimizzare il ritorno tenendo conto del rischio paese, del rischio emittente, del rischio valuta e infine della cedola. Tipicamente, gli asset obbligazionari sono ripartiti per classi di durata (vita media), di rating (rischio di credito), di valuta e infine di tasso.
[31] Il Tesoro italiano ha imparato a gestire queste variabili con una professionalità internazionalmente riconosciuta.

nizzare un'emissione di flusso consistente e continuo, e cioè il contrario della situazione attuale dei minibond e delle cartolarizzazioni fatte.
A questo proposito, la mia proposta è dunque di cercare di sviluppare un mercato secondario sufficientemente liquido ricorrendo a una tecnica tipica dello *Structured Finance* e cioè la ri-cartolarizzazione per arrivare ad emissioni consolidate. Per fare ciò serve un grande Aggregatore, che compri nel mercato primario ABS e minibond e si finanzi con operazioni di ri-cartolarizzazione, attraverso cui gli ABS sono a loro volta ricompattati in titoli di debito (ABS di "secondo livello" o *Collateralized Debt Obligation*, CDO) da vendere sul mercato europeo e internazionale in grande quantità e continuità. Dovendo questi CDO essere basati su un pool accuratamente diversificato ma trasparente di ABS (a loro volta basati su un pool diversificato di crediti di buona qualità), questi nuovi CDO sarebbero radicalmente diversi dai CDO pre-crisi che in maniera opaca combinavano crediti buoni con crediti pessimi[32] e meritano un nome diverso.
Idealmente, almeno in una prima fase, l'Aggregatore dovrebbe essere un unico soggetto che emette titoli di debito (CDO) di varia durata e di diverse caratteristiche, garantiti dai crediti nei confronti del complesso delle imprese locali (es. imprese italiane) a imitazione (e con metodi analoghi) del Tesoro che emette titoli del debito garantiti dalla generalità del paese. Inoltre, tramite *tranching* e *structuring* il rischio potrebbe essere gestito per essere concentrato in titoli junior che dovrebbero essere acquistati o da consorzi delle banche coinvolte (eventualmente con agevolazioni fiscali come quelle usate per le *bad banks*) o da soggetti pubblici nell'interesse del paese

[32] Alcuni errori comuni nel creare e prezzare i CDO pre-crisi erano causati da imprecisioni nelle stime dei parametri del modello di riferimento, sostituzione di rischio sistemico con rischio idiosincratico (diversificabile) e errata assunzione di bassa correlazione fra asset diversi (es. i mutui subprime). Nel nostro caso, un emittente centralizzato e regolato dovrebbe evitare questi errori.

come avviene in Germania (KWF), Francia (Caisse des dépôts et consignations) e USA (Fannie Mae).

Conclusioni

E' necessario accettare che nel mercato finanziario moderno la pura e tradizionale intermediazione bancaria non è più sufficiente, poiché il risparmio mondiale si concentra sempre più in grandi investitori internazionali che operano con le logiche dei mercati, su cui si negoziano titoli la cui liquidità è data dall'esistenza di mercati secondari efficienti e la cui "qualità" è certificata dalle grandi agenzie di rating e di revisione di bilanci.

Lo sviluppo finanziario negli ultimi venti anni ha dimostrato la potenza dell'intermediazione svolta sul mercato internazionale dei capitali e, subito dopo, la rischiosità di non controllarla adeguatamente. La difficoltà del controllo è analoga a quella collegata allo sfruttamento delle energie naturali e alla necessità di riuscire a dominarle, non potendo rinunciarvi solo a causa della difficoltà di controllarle fino a dar loro una forma adatta ai nostri usi. Negli USA si è ammesso francamente che il fenomeno dello *shadow banking* (*tranching* e *structuring multilevel* e intermediari non regolati) era sfuggito al sistema di regolamentazione e si sta cercando di rimediare ma non di evitarlo.

Non bisogna dimenticare, infatti, che durante la crisi numerosi ABS hanno fatto default, ma tanti invece hanno performato bene. Dobbiamo convincerci, con atteggiamento umile e scientifico, che dobbiamo studiare[33] e essere prudenti nel procedere, ma che non possiamo più affidarci esclusivamente al nobile modello "depositi delle famiglie\impieghi alle imprese" per finanziare lo sviluppo dell'EU (e quindi anche del nostro paese) lasciando così in ombra la parte potenzialmente più importante del mercato finanziario.

[33] La quantità d'investimenti in questo tipo di ricerca economico-finanziaria è probabilmente solo una piccola frazione degli investimenti in ricerca scientifica (fisica, chimica, farmaceutica, ecc.).

Bibliografia

Banca d'Italia. (Maggio 2014). *Relazione Annuale anno 2013.*

Bank of England; European Central Bank. (May 2014). *The case for a better functioning securitisation market in the European Union.*

Deloitte. (2012). *Capital gain, asset loss.*

European Banking Authority, EBA. (September 2012). *Results of the Basel III monitoring exercise based on data as of 31 December 2011.*

Federal Reserve Bank of New York. (2010). *Shadow Banking.*

IMF. (October 2012). *Global Financial Stability Report.*

IOSCO. (2010). *Transparency of Structured Finance Products.*

PCS Secretariat. (March 2013). *Europe in transition.*

Zadra, G. (Dicembre 2012). Lo Shadow Banking System: un potenziale nuovo canale di finanziamento da regolare. *Bancaria*.

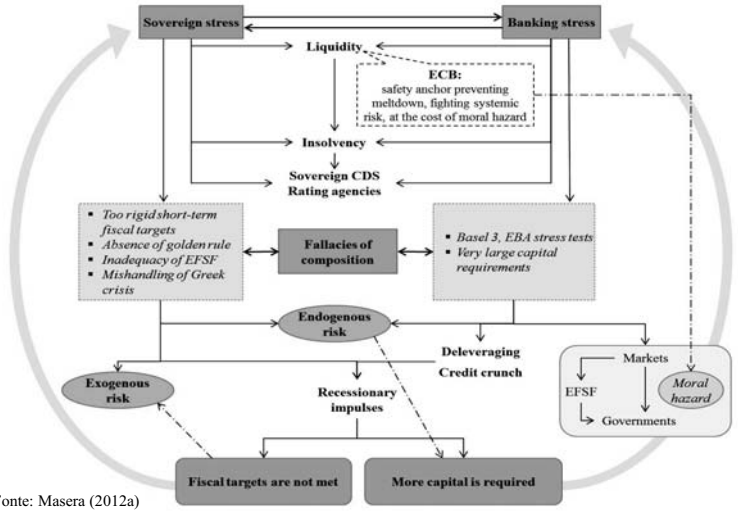
Prof. Rainer MASERA
Preside della Facoltà di Economia Università G. Marconi Roma

Crediti deteriorati, contesto macroeconomico e implicazioni per il settore bancario

1. La crisi del credito in Italia

La problematica delle sofferenze bancarie in Italia va inquadrata nell'ambito della grande crisi del 2007-2013, e in particolare nella seconda fase dal 2010 in poi. La crisi finanziaria internazionale del 2007-2009 non aveva colpito direttamente le banche italiane, come era avvenuto per le grandi banche americane ed europee, a seguito del modello «tradizionale» di banca e dell'attenta vigilanza di Banca d'Italia. A partire dal 2010, la recessione reale in Europa dipende anche dall'eccessiva rigidità e simultaneità delle restrizioni fiscali e dalla prospettiva di avvio degli standard di capitale connessi a Basilea III (le fallacie di composizione sono illustrate nella Fig.1).

Fig.1 – The European policy paradox from correct premises to wrong conclusions (2010-2012)



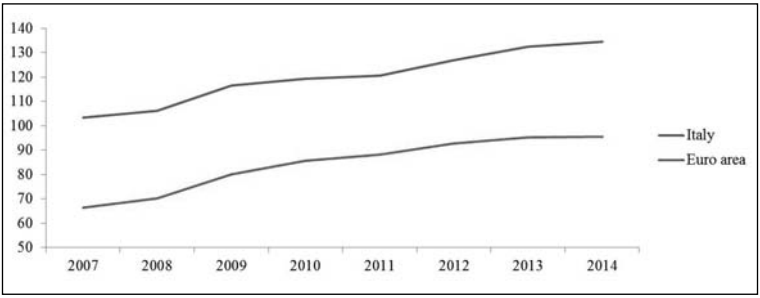
Fonte: Masera (2012a)

Per quanto riguarda la politica fiscale, il Fiscal Compact (2012) risulta rigido, «ottuso» e in ultima analisi controproducente, come mostra la dinamica del rapporto debito pubblico/PIL durante i governi Monti e Letta. Le previsioni di rapido rientro formulate ufficialmente non sono state (e non potevano essere) rispettate (Masera, 2012b). Il problema del rapporto debito/prodotto in Italia è oggi più grave di quello ereditato nel novembre 2011 (Figg. 2 e 3). L'equazione chiave che identifica la condizione di stabilità debito/prodotto è, infatti, la seguente:

$$\left(\frac{PB}{Y}\right)_t \geq \frac{i-g}{1+g} \times \left(\frac{D}{Y}\right)_{t-1}$$

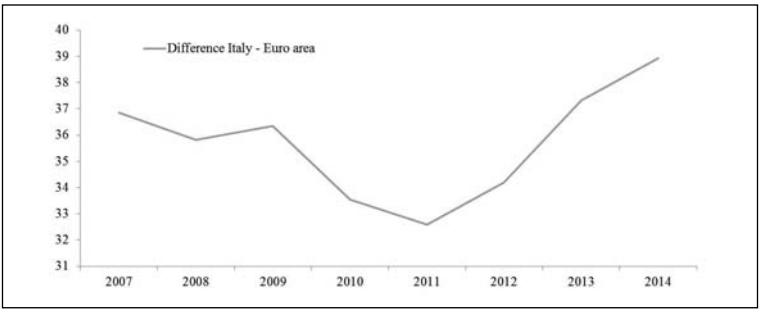
dove PB = avanzo primario, Y = prodotto; D = debito; g = tasso di crescita del prodotto nominale; i = tasso nominale di interesse sul debito (Masera, 2012b). L'equazione mostra che l'elemento fondamentale per la sostenibilità del rapporto è rappresentato dalla differenza fra il tasso di interesse e il tasso di crescita.

Fig. 2 – Rapporto debito/PIL: Eurozona e Italia *(% del PIL; 2007-2014)*



Fonte: Elaborazione su dati IMF, General government gross debt, 2014

Fig. 3 - Rapporto debito/PIL: differenza tra Italia ed Eurozona *(% del PIL; 2007-2014)*



Fonte: Elaborazione su dati IMF, General government gross debt, 2014

Importanti correzioni sono intervenute nel 2013 e nei primi sei mesi del 2014:

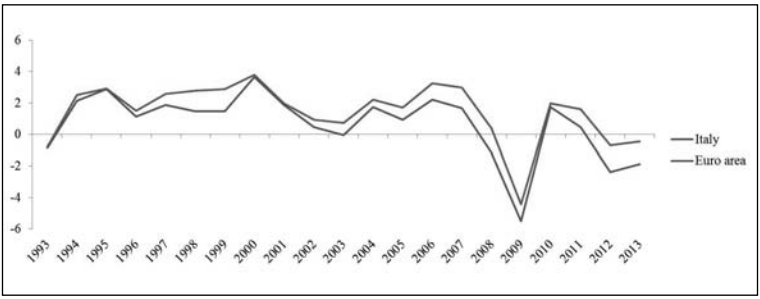
- Basilea III/CRD IV sono state posposte di un anno per ridurne la prociclità;
- i vincoli di liquidità sono stati rivisti in modo significativo e rinviati al 2015;
- le interpretazioni estremamente rigide del Fiscal Compact sono in corso di revisione nell'Unione europea, per ridurre le pressioni recessive, su impulso del Governo Renzi. Resta, peraltro, il problema di un impianto che non favorisce il riavvio della crescita in Europa;
- l'EFSF è stato trasformato nell'ESM, che può fornire stop gap finance anche alle banche in difficoltà;
- è stata presa la decisione di creare la Banking Union e l'SSM e – come sappiamo – si sta passando alacremente alla fase di realizzazione, in un contesto olistico (Figg. 9 e 10);
- la BCE ha continuato a perseguire politiche monetarie e di sostegno dei titoli pubblici accomodanti, con un punto di svolta connesso alle decisioni del 5 giugno 2014.

2. Politiche economiche e crescita in Europa

La pressante sfida di riportare l'Europa su un sentiero di crescita (smart, sustainable and inclusive), di creare nuovi posti di lavoro soprattutto per i giovani e di aumentare la produttività e la competitività nella economia globale richiede di sciogliere i nodi connessi alla ripresa degli investimenti e della capacità di finanziarli. Ricreare le condizioni per tornare a un tasso soddisfacente di crescita economica di medio termine richiede idonee politiche finanziarie e creditizie, un vero risanamento fiscale sostenibile e riforme economiche strutturali.

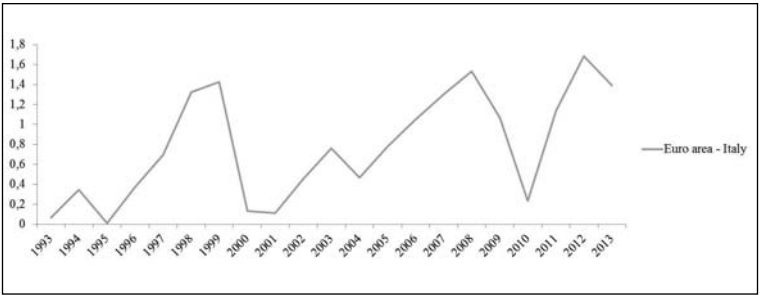
Sono questi problemi dell'Eurozona, purtroppo ingigantiti per l'Italia. Da venti anni l'Italia cresce meno dei partner dell'Unione monetaria, con divari che devono essere assolutamente riassorbiti, per non ricreare in Europa il dualismo strutturale tra il Mezzogiorno e il resto d'Italia (Figg. 4-5). Osservo che il problema del divario preesiste rispetto all'Unione monetaria.

Fig. 4 – Crescita del PIL reale nell'Eurozona e in Italia (1993-2013)



Fonte: Elaborazione su dati IMF (2014)

Fig. 5 – Crescita del PIL reale: differenza tra Eurozona e Italia (1993-2013)



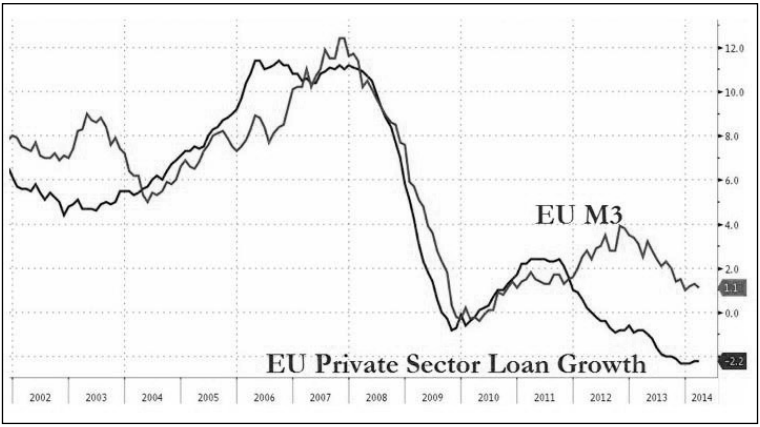
Fonte: Elaborazione su dati IMF (2014)

L'Euro è stato salvato dalla BCE e dal Presidente Draghi, superando anche potenziali difficoltà istituzionali. Il punto di svolta è rappresentato dal famoso discorso di Londra di luglio del 2012:

«Within our mandate, the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough. [...] To the extent that the size of the sovereign premia (borrowing costs) hamper the functioning of the monetary policy transmission channels, they come within our mandate».

Ma, dopo il salvataggio dell'Euro la BCE non è riuscita a innescare un processo di crescita della moneta e del credito a sostegno dell'economia (Fig. 6). Si manifesta oggi il pericolo di deflazione, in particolare nei Paesi periferici dell'Eurozona.

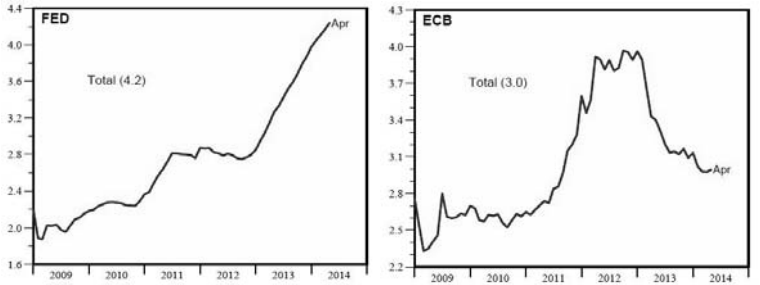
Fig. 6 – EU Private Sector Loan Growth

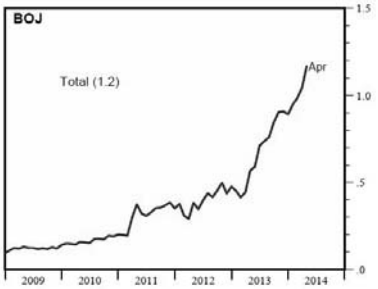


Fonte: European Commission

Un confronto con gli Stati Uniti (e con il Giappone) mostra che la Fed ha continuato a espandere la base monetaria nel 2013-2014, contrariamente a quanto è avvenuto per la BCE (Fig. 7). Questi andamenti contribuiscono a spiegare la tendenza all'apprezzamento dell'Euro.

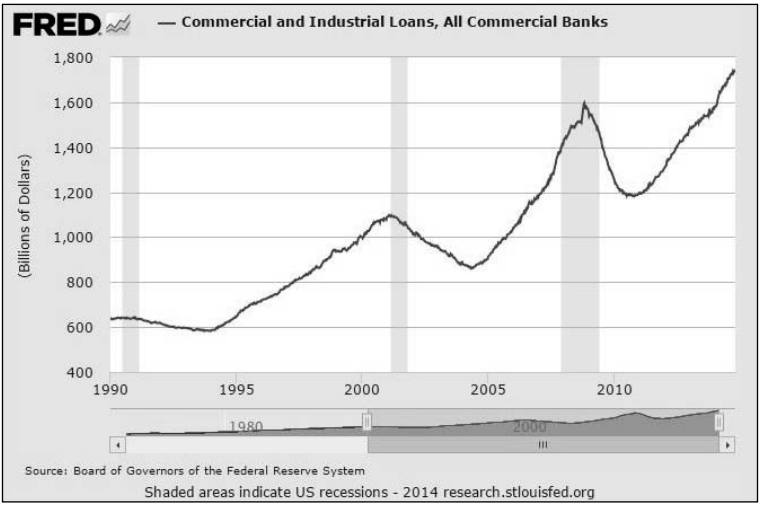
Fig. 7 – Attività totali delle banche centrali: ECB, Fed e BoJ (US$ trillion)



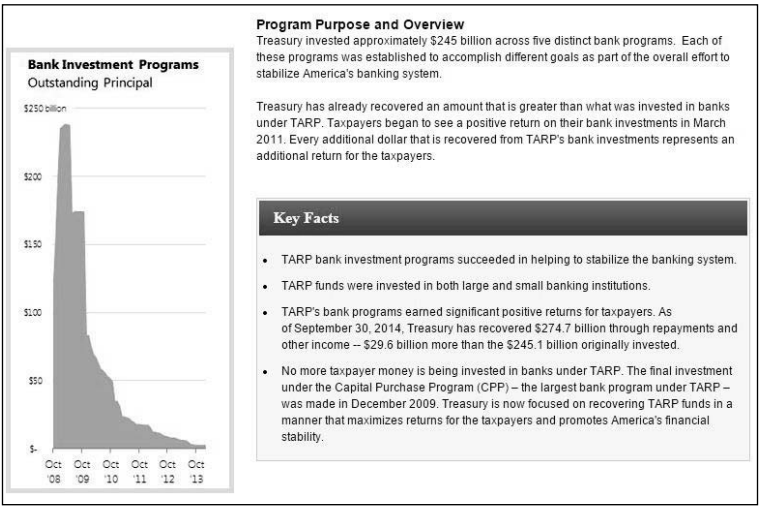


Il credito bancario è ripreso nel 2014 negli USA, contrariamente a quanto è avvenuto in Europa, come abbiamo visto nei grafici precedenti (Fig. 8). Questo è anche avvenuto grazie al successo dei TARP Programs a favore delle banche (Box 1). A rendiconto, a fine 2013, gli interventi effettuati pari a $250 miliardi a favore di tutte le banche, sulla base di un principio di investimento e non di fondo perduto, si sono chiusi con un guadagno netto del Tesoro (e del contribuente) dell'ordine del 10%. Negli Stati Uniti lo schema TARP (Troubled Asset Relief Program) è stato, inoltre, accompagnato da securitizzazioni molto rilevanti di crediti bancari con le Government Sponsored Enterprises (GSEs). Sottolineo che le securitizzazioni sono avvenute sia per crediti in bonis, sia per crediti deteriorati: è un punto che riprenderò nel seguito.

Fig. 8 – Commercial and industrial loans: all commercial banks



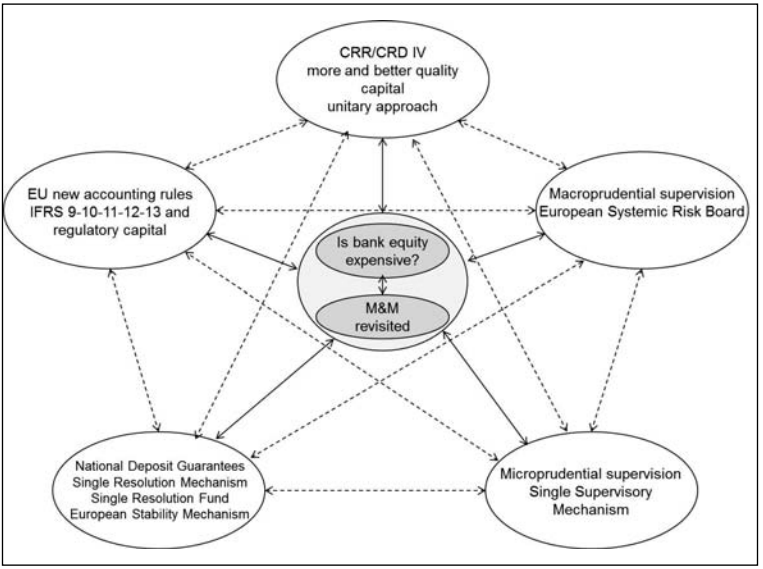
Box 1 – Banks Investment Programs



3. I crediti deteriorati della banche italiane in una prospettiva europea

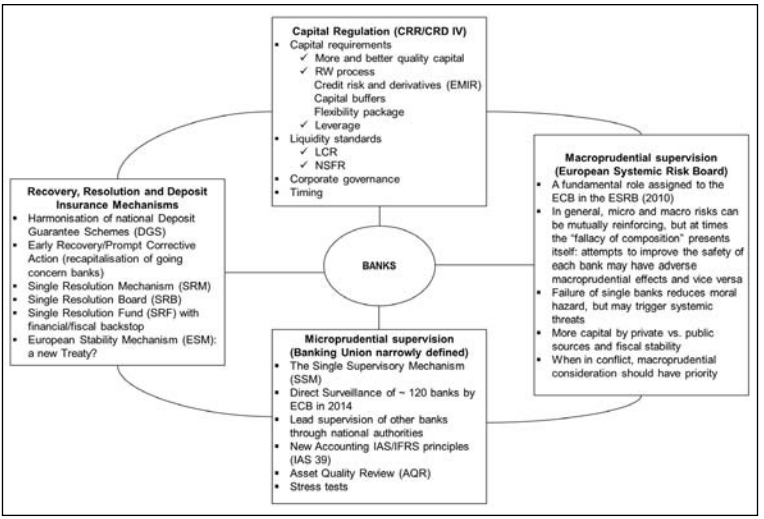
L'adozione di CRR/CRD IV e la prospettiva della necessaria creazione dell'Unione Bancaria e del Meccanismo Unico di Sorveglianza, affidato alla BCE, implicano una fase di severo accertamento dell'adeguatezza patrimoniale e dell'effettiva qualità del credito delle banche. Il nuovo assetto e, in particolare, le nuove regole di capitale e di contabilità sono illustrate nella Fig. 9.

Fig. 9 – CRR/CRD IV, Banking Union, Ricovery and Resolution, EU accounting rules: the overall framework



Occorre sottolineare (Fig. 10) l'approccio olistico con quattro pilastri: le regole di capitale, la supervisione micro-prudenziale, la sorveglianza macro-prudenziale, i meccanismi di risanamento e risoluzione (ancora in corso di definizione). Dalla interazione di questi elementi dipende il successo dell'Unione bancaria: occorre, in particolare, assicurare l'opportuno equilibrio tra valutazioni macro e microprudenziali nella fase delicata di riavvio della crescita.

Fig. 10 – CRR/ CRD IV, Banking Union, Micro and macro-prudential supervision



4. Prestiti performanti e prestiti deteriorati: le nuove regole contabili e di capitale

La sorveglianza unica richiede naturalmente una omogenea valutazione dei crediti in bonis, di quelli deteriorati e dei relativi accantonamenti in un raffronto sia tra i Paesi dell'Eurozona, sia – per quanto possibile – intertemporale. Le definizioni di credito deteriorato in ambito EU sono eterogenee. Inoltre, il rapporto fra credito erogato e valore delle garanzie (LTV ratio) è significativamente diverso. In particolare, molte grandi banche europee escludono dal credito deteriorato le posizioni interamente garantite. È noto che in Italia le banche richiedono elevate garanzie, in particolare reali (Banca d'Italia, 2012).

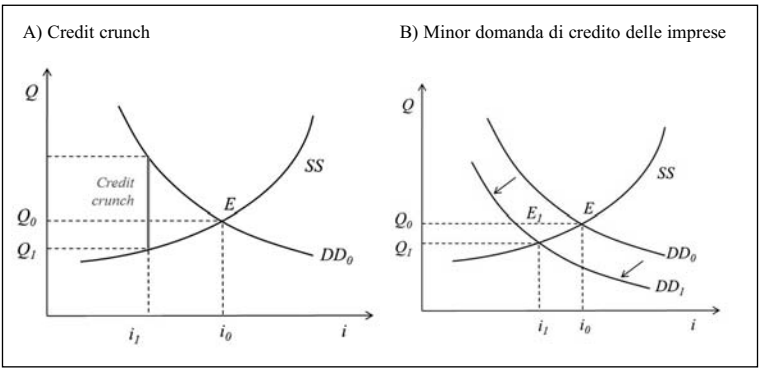
Inoltre, si modificano le regole contabili a livello europeo. Potremmo definire il cambiamento richiesto un doppio salto mortale (con l'auspicio che non ci sia né avvitamento, né tantomeno evento mortale!). Le nuove regole contabili passano da un approccio di incurred loss (perdita regi-

strata) a un concetto di perdita attesa, peraltro più coerenti con i modelli expected/unexpected loss tipici degli standard di Basilea.
Sotto questo profilo, occorre sottolineare come l'EBA abbia predisposto un dettagliato rapporto volto a definire alcune delle problematiche sopraindicate, in vista dell'avvio dell'Asset Quality Review (AQR) da parte della BCE e delle autorità di vigilanza nazionali.

5. Crediti bancari e qualità del credito in Italia

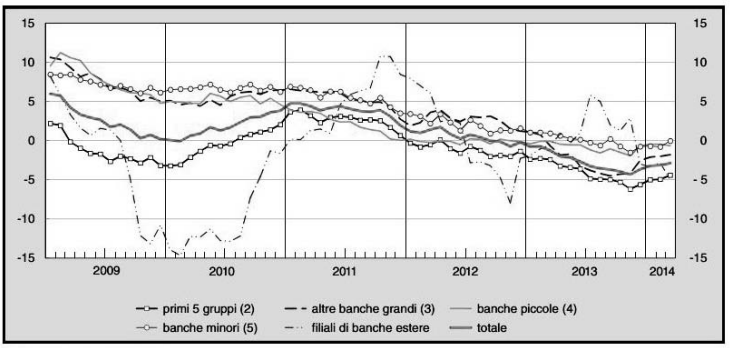
I prestiti bancari complessivi, e segnatamente alle imprese, in Italia hanno avuto una forte flessione a partire dal 2011. I prestiti alle imprese a fine 2013 mostrano una riduzione dell'ordine dell'11% (100 miliardi di euro) dal picco raggiunto nel settembre 2011: hanno sofferto, in particolare le PMI e le imprese nel Mezzogiorno. Il calo è connesso in misura significativa a credit crunch (offerta vincolata) per carenze di capitale e vincoli di raccolta, nonché per preoccupazioni sul rischio di credito da parte delle banche. Peraltro, molte medie e grandi imprese inserite nel mercato globale non hanno chiesto nuovi fidi, perché non interessate ad aumentare la capacità produttiva, contribuendo al calo degli investimenti registrato naturalmente anche dalle imprese più deboli (Fig. 11).

Fig.11 – Credito bancario in diminuzione



È fondamentale ricuperare solidità e fiducia nei bilanci bancari per riavviare il processo di creazione creditizia. Qualità del credito e capacità delle banche di sostenere i nuovi flussi (capitale patrimoniale e capitale umano) sono evidentemente processi interattivi. Occorre, in particolare, ritrovare condizioni di redditività bancaria sostenibile (ROA – WACC), per consentire una sana crescita dei mezzi patrimoniali in condizioni di redditività soddisfacente sul capitale.
L'evoluzione e le prospettive del credito bancario performing e non-performing in Italia sono illustrate nelle seguenti figure e tabelle. In particolare, la Fig. 12 pone in evidenza che il tasso di crescita dei prestiti erogati dalle banche è diminuito a partire dal 2008, portandosi su valori negativi dal 2012. La contrazione dei prestiti ha caratterizzato, sia pure in misura diversa, tutti i gruppi dimensionali di banca.

Fig. 12 – Prestiti bancari per gruppo dimensionale di banca *(dati mensili; variazioni percentuali sui 12 mesi)*

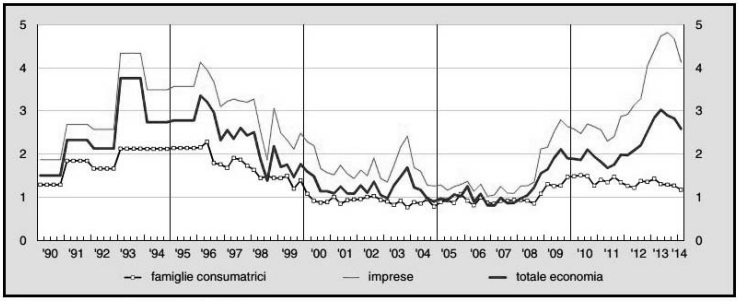


Fonte: segnalazioni di vigilanza.
(1) I dati di marzo 2014 sono provvisori. I prestiti includono i pronti contro termine e le sofferenze. La suddivisione degli intermediari è effettuata sulla base della composizione dei gruppi bancari a marzo 2014 e del totale dei fondi intermediati non consolidati a dicembre 2008. Le variazioni percentuali sono corrette per tener conto dell'effetto contabile di cartolarizzazioni, riclassificazioni, aggiustamenti di valore e altre variazioni diverse da quelle originate da transazioni; cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Banche appartenenti ai seguenti gruppi: Banco Popolare, Intesa Sanpaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena, Unione di Banche Italiane e UniCredit. – (3) Banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati compresi tra 21.532 e 182.052 milioni. – (4) Banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati compresi tra 3.626 e 21.531 milioni. – (5) Banche appartenenti a gruppi o indipendenti con totale dei fondi intermediati inferiori a 3.626 milioni.

Fonte: Banca d'Italia (2014)

La Fig. 13 mostra che, sempre dal 2008, il rapporto fra nuove sofferenze e prestiti si è dilatato con un forte deterioramento della qualità del credito complessivo. Tale deterioramento ha comunque rallentato a partire dalla seconda metà del 2013. I prestiti alle imprese hanno subito il più ampio peggioramento.

Fig. 13 – Nuove sofferenze in rapporto ai prestiti *(dati trimestrali destagionalizzati e annualizzati; valori percentuali)*



Fonte: segnalazioni di vigilanza e Centrale dei rischi.
(1) Flusso di sofferenze rettificate nel trimestre in percentuale dei prestiti non in sofferenza rettificata alla fine del trimestre precedente, espresso su base annua. Per la definizione di sofferenze rettificate, cfr. nell'Appendice la voce del *Glossario*: Sofferenze rettificate. Tutte le serie sono depurate dalla componente stagionale, dove presente. Per la definizione delle serie, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*.

Fonte: Banca d'Italia (2014)

Anche a seguito dell'azione prudenziale della Banca d'Italia, le banche italiane hanno significativamente aumentato, a partire dal 2013, il tasso di copertura dei crediti deteriorati (dal 39 al 41,7%) (Tab. 1 e Box 2). Per le sofferenze, il tasso di copertura è salito dal 55,1 al 57,1%.

Tab. 1 – Qualità del credito delle banche e dei gruppi bancari italiani *(dati di fine periodo in milioni di euro e valori percentuali)*

VOCI	Crediti (2)	Quota sul totale dei crediti		Tasso di copertura (3)		Quota sul totale dei crediti al netto delle rettifiche di valore	
	2013 (4)	2012	2013 (4)	2012	2013 (4)	2012	2013 (4)
				Totale sistema (5)			
Crediti verso clientela	1.998.936	100,0	100,0	5,8	7,2	100,0	100,0
in bonis	1.679.907	86,5	84,0	0,6	0,7	91,3	90,0
deteriorati	319.029	13,5	16,0	39,0	41,7	8,7	10,0
sofferenze	*174.637*	*7,2*	*8,7*	*55,1*	*57,1*	*3,4*	*4,0*
incagli	*105.474*	*4,2*	*5,3*	*23,4*	*25,5*	*3,4*	*4,2*
esposizioni ristrutturate	*19.325*	*1,0*	*1,0*	*22,4*	*21,1*	*0,8*	*1,0*
esposizioni scadute e/o sconfinanti	*19.594*	*1,1*	*1,0*	*9,2*	*10,9*	*1,1*	*0,9*

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) Le eventuali mancate quadrature dell'ultima cifra sono dovute agli arrotondamenti. – (2) I crediti sono al lordo delle relative rettifiche di valore. – (3) Il tasso di copertura è dato dall'ammontare delle rettifiche di valore in rapporto alla corrispondente esposizione lorda. – (4) Dati provvisori. – (5) Sono compresi i gruppi e le banche filiazioni di intermediari esteri.

Fonte: Banca d'Italia (2014)

Box 2 – Classificazione dei crediti deteriorati secondo la regolamentazione italiana

Sofferenza: esposizione verso una controparte in stato di insolvenza (anche se non accertato giudizialmente) o in situazione equiparabile, indipendentemente dalla previsione di perdita formulata dalla banca e dalla presenza di garanzie.

Incaglio: esposizione verso una controparte in temporanea difficoltà – definita sulla base di fattori oggettivi – che si ritiene possa essere superata in un congruo periodo di tempo.

Ristrutturato: esposizione nella quale una banca o un pool di banche, a causa del deterioramento della situazione economico-finanziaria del debitore, ha/hanno modificato le condizioni originarie del prestito (riscadenzamento dei termini; riduzione del tasso di interesse), determinando l'emersione di una perdita.

Credito scaduto: esposizione scaduta, in via continuativa, da oltre 90 giorni e non classificata come sofferenza, incaglio o ristrutturata.

Fonte: Banca d'Italia (2013)

(pm: crediti deteriorati = non-performing loans; sofferenze = bad debts; incagli = substandard; ristrutturato = restructured; credito scaduto = past-due)

La rilevanza non solo micro, ma anche macro economica, degli accantonamenti e delle rettifiche operate dalle banche italiane nel biennio 2012-2013 si evince dalla Tab. 2: gli accantonamenti e le rettifiche per deterioramenti di crediti e per svalutazione degli avviamenti hanno raggiunto 95 miliardi di euro!

Tab. 2 – Conto economico delle banche e dei gruppi bancari italiani *(milioni di euro e variazioni percentuali)*

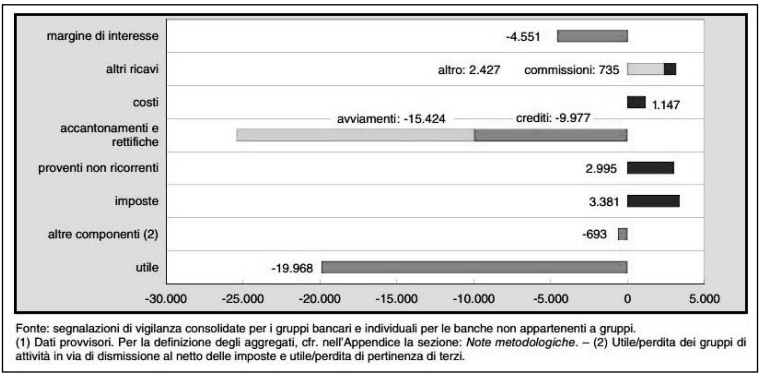
VOCI	Totale sistema			Maggiori gruppi (2)		
	2012	2013 (3)	Variazione percentuale	2012	2013 (3)	Variazione percentuale
Margine di interesse (a)	50.896	46.345	-8,9	29.458	25.813	-12,4
Altri ricavi (b)	43.197	46.358	7,3	25.385	27.230	7,3
di cui: *commissioni*	*29.188*	*29.923*	*2,5*	*17.406*	*18.095*	*4,0*
Margine di intermediazione (c=a+b)	94.093	92.703	-1,5	54.842	53.043	-3,3
Costi (d) (4)	58.724	57.577	-2,0	34.785	33.593	-3,4
di cui: *spese per il personale*	*32.373*	*31.025*	*-4,2*	*19.739*	*18.610*	*-5,7*
Risultato di gestione (e=c-d)	35.370	35.127	-0,7	20.058	19.450	-3,0
Accantonamenti e rettifiche di valore (f)	34.708	60.115	73,2	21.834	43.837	100,8
di cui: *per deterioramento di crediti*	*28.610*	*38.587*	*34,9*	*18.105*	*25.748*	*42,2*
di cui: *per svalutazione degli avviamenti*	*2.531*	*17.954*	::	*1.685*	*16.094*	::
Risultato operativo netto (g=e-f)	661	-24.989	::	-1.776	-24.387	::
Proventi non ricorrenti (h)	-381	2.614	::	-583	2.444	::
Utile lordo (i=g+h)	280	-22.374	::	-2.359	-21.943	::
Imposte (l)	202	-3.178	::	-989	-3.714	::
Utile dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte (m)	-201	-827	::	-201	-841	::
Utile di pertinenza di terzi (n)	488	554	13,6	384	383	-0,3
Utile di pertinenza della capogruppo (o=i-l+m-n) (5)	-610	-20.577	::	-1.955	-19.452	::
Indicatori *(valori percentuali)*						
Rapporto tra gli altri ricavi e il margine di intermediazione	45,9	50,0		46,3	51,3	
Cost-income ratio (6)	62,4	62,1		63,4	63,3	
Incidenza delle rettifiche su crediti sul risultato di gestione	80,9	109,9		90,3	132,4	
ROE	0,0	-8,0		-1,1	-13,5	
ROE al netto delle svalutazioni degli avviamenti	1,0	-0,8		0,1	-2,1	

Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) Le eventuali mancate quadrature dell'ultima cifra sono dovute agli arrotondamenti. Per omogeneità nel confronto, la composizione dei gruppi bancari è quella della fine del 2013. Per la definizione degli aggregati, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Primi 5 gruppi bancari per totale dell'attivo a dicembre del 2013. – (3) Dati provvisori. – (4) Sono escluse le rettifiche di valore su attività immateriali connesse con gli avviamenti, riclassificate tra gli accantonamenti. – (5) Comprende l'utile al netto delle imposte delle banche non appartenenti a gruppi. – (6) Il cost-income ratio è il rapporto tra i costi e il margine di intermediazione.

Fonte: Banca d'Italia (2014)

Nel 2013, come mostra la Fig. 14, ha inciso significativamente la revisione degli avviamenti in bilancio.

Fig. 14 – Variazione dell'utile tra il 2012 e il 2013: contributo delle principali voci di conto economico *(milioni di euro)*

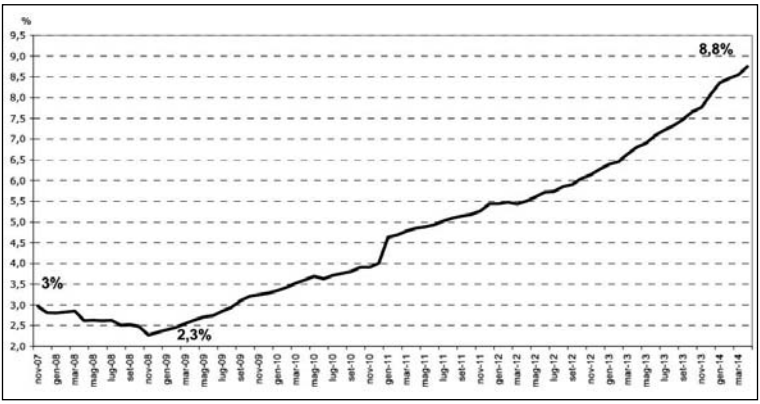


Fonte: segnalazioni di vigilanza consolidate per i gruppi bancari e individuali per le banche non appartenenti a gruppi.
(1) Dati provvisori. Per la definizione degli aggregati, cfr. nell'Appendice la sezione: *Note metodologiche*. – (2) Utile/perdita dei gruppi di attività in via di dismissione al netto delle imposte e utile/perdita di pertinenza di terzi.

Fonte: Banca d'Italia (2014)

Gli ultimi dati sulle sofferenze lorde mostrano (Fig. 15), nel periodo più recente, un ulteriore peggioramento, anche se con una dinamica in decelerazione. Ad aprile 2014 esse hanno raggiunto quasi 166,5 miliardi (33,2 miliardi in più rispetto ad un anno prima pari a +24,9% su base annua; percentuale in diminuzione rispetto al +27,2% di inizio anno), le sofferenze nette a quota 76,7 miliardi (+15,5% la variazione annua, in decelerazione rispetto al +32,4% di aprile 2013). In rapporto al totale impieghi, le sofferenze lorde risultano pari al 8,8%, in crescita dal 6,8% di un anno prima. Rispetto al periodo pre-crisi, marcato è stato il peggioramento per le imprese più piccole: da dicembre 2007 ad aprile 2014 il rapporto in questione è più che triplicato nel complesso del settore privato (da 3,3% a 10,2%); più che raddoppiato per le famiglie produttrici (dal 7,1% al 14,9%) e quasi quadruplicato per le imprese non finanziarie (dal 3,6% al 14,2%) (ABI, 2014).

Fig. 15 – Rapporto tra sofferenze lorde/prestiti bancari



Fonte: ABI (2014)

6. Considerazioni conclusive e proposte operative

Nella prima fase della recessione, a frenare l'offerta di credito erano le risorse da destinare al provisioning del flusso di nuovi NPL (in quella fase è diventato molto ampio il divario tra i rendimenti di titoli e quelli dei prestiti, se valutati al netto del rischio, come si vede nel riquadro dedicato agli investimenti in Titoli di Stato nel citato Rapporto sulla stabilità finanziaria di Banca d'Italia). In questa fase, ci sono segnali di attenuazione dei flussi di nuovi NPL ed è probabile che il freno provenga invece soprattutto dallo stock di crediti immobilizzati.

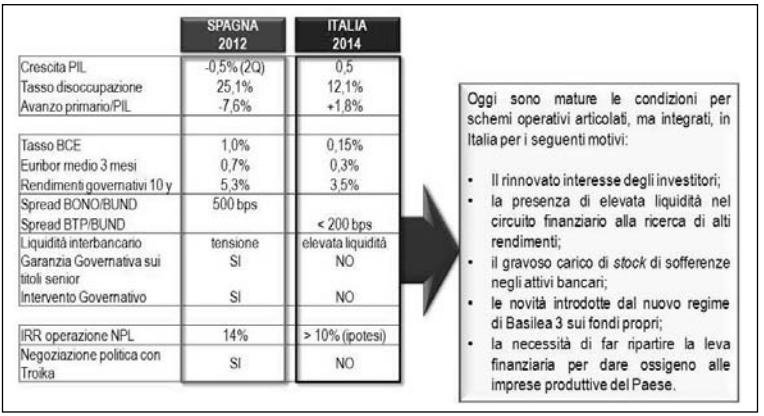
Sono state proposte tre principali ipotesi di soluzione sistemica alla questione dello stock dei crediti immobilizzati:

- il Fondo Bad Bank, sul modello spagnolo, superato dai fatti e comunque inadatto[1]. Come indica la tavola allegata, lo schema spagnolo può peraltro essere profondamente innovato nelle attuali diverse condizioni in Italia (Fig. 16);
- la creazione di bad bank all'interno delle singole banche, come sta di fatto avvenendo per le principali banche italiane (Unicredit, Intesa SanPaolo, MPS);
- l'attivazione di forme di securitizzazione, articolate su una famiglia di Fondi specializzati, con idonee forme di guida e sostegno pubblico.

Le ipotesi (ii) e (iii) possono, peraltro, essere rese almeno parzialmente complementari. Un'operazione condotta su attivi bancari in Italia potrebbe sfruttare alcuni vantaggi e peculiarità rispetto al caso spagnolo. Tale diversità potrà riflettersi favorevolmente sul prezzo degli attivi ceduti.

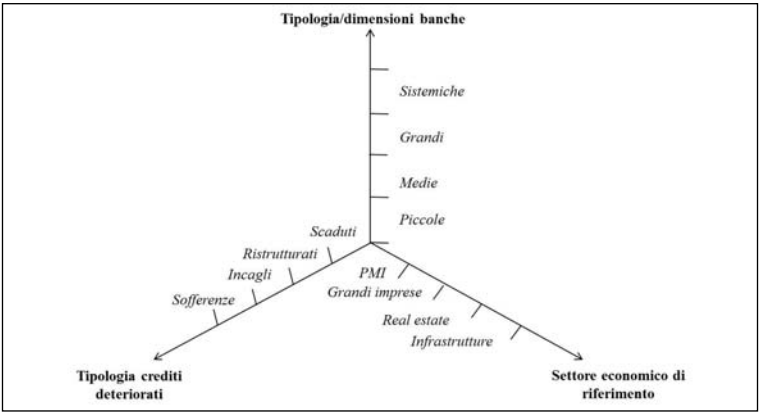
[1] Il modello Bad Bank italiana è stato proposto nel marzo 2013 da Mediobanca Securities. Nello studio si auspicava la creazione di un fondo dotato di circa 20 miliardi di euro, a copertura dei crediti non-performing. Il Fondo sarebbe stato in larga misura finanziato dall'ESM. La proposta non ha trovato riscontro né da parte delle banche e dell'ABI, né da parte delle autorità monetarie, preoccupate in particolare dagli effetti immagine negativi che avrebbero accomunato le difficoltà delle banche italiane alla vera crisi di quelle spagnole. È da sottolineare soprattutto che il finanziamento ESM avrebbe incontrato enormi difficoltà sotto il profilo contabile e di finanza pubblica. Queste remore della Commissione europea sono discutibili, ma occorre tener conto del fatto che le autorità tedesche sono irremovibili sul fatto che l'Unione Bancaria non può essere la back door per far passare il concetto di mutualizzazione dei debiti pubblici.

Fig. 16 - Italia vs Spagna - un contesto economico diverso e più favorevole



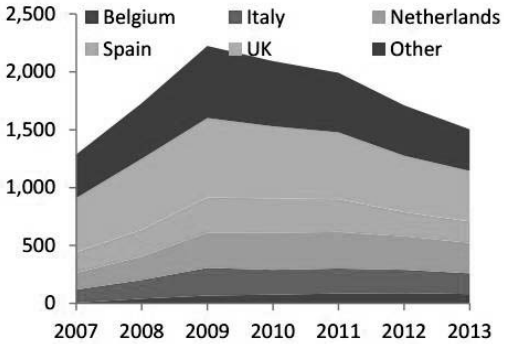
Si manifestano oggi le condizioni per muovere verso una significativa attivazione degli schemi (ii) e (iii). In primo luogo, le banche hanno aumentato in modo rilevante le coperture e possono affrontare la cessione senza eccessive preoccupazioni per i bilanci. In secondo luogo, il "mood" molto migliorato degli investitori internazionali e la caduta del rischio sovrano spingono le grandi banche di investimento e i fondi specializzati (Loan Star, Cerberus, Fortress, Blackstone, Apollo, …) a investire in Italia, riducendo il tasso di ritorno richiesto. Il bid-ask price gap si sta, pertanto, contraendo e favorisce le operazioni sui prestiti deteriorati, sia secured sia unsecured, per tipologie e asset class ben identificate (Fig. 17). Ulteriori fattori di riduzione del gap sono connessi alla implementazione della AQR e degli stress test nel contesto della supervisione unica (SSM), come precedentemente indicato.
I processi delineati dovrebbero essere accompagnati da idonei modelli di cartolarizzazione, specializzati per asset class, con possibile credit enhancement da parte di operatori pubblici.

Fig.17 – La morfologia dei non-performing loans



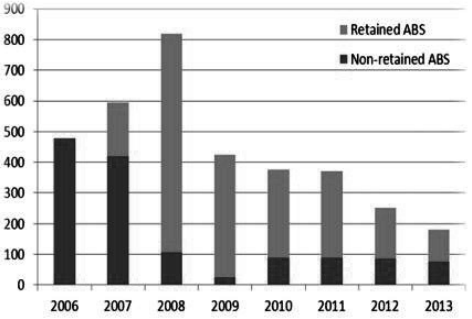
In termini generali, l'esigenza di riattivare in Europa forme idonee, sicure e trasparenti di securitizzazione dei prestiti bancari è stata riaffermata dalla BCE e dalla Bank of England (Figg. 18 e 19). Lo stesso Presidente Draghi ha fatto esplicito riferimento a questa problematica nella conferenza stampa del 5 giugno. L'infrastruttura di base si riferisce ai crediti in bonis, ma può essere opportunamente integrata per i non-performing loans, con idonee cautele.

Fig. 18 - European ABS outstanding *(EUR billion)*



Fonte: ECB e Bank of England su dati Association for Financial Markets in Europe (AFME) *(end observation: 2013 Q4).*

Fig. 19 - European ABS issuance *(EUR billion)*



Fonte: ECB e Bank of England su dati Association for Financial Markets in Europe (AFME) *(end observation: 2013 Q4).*

L'intreccio perverso di securitizzazioni non opportunamente strutturate e di conflitti di interesse all'interno delle rating agencies ha contribuito all'esplosione dei bad loans negli Stati Uniti e in Europa e alla crisi del 2007-2009. Le lezioni sono servite e oggi è possibile riesaminare la problematica, evitando gli errori del passato (Klein, 2013).
La securitizzazione dei crediti bancari libera capitale che può essere destinato a nuovi crediti. Il rapido avvio di un mercato ampio, efficiente, trasparente dei prestiti securitizzati in Europa ha rilievo fondamentale per alleviare gli oneri della regolamentazione CRR/CRD IV, per favorire il riavvio del processo creditizio, per contribuire alla crescita dell'intermediazione finanziaria di mercato. Le condizioni per rivitalizzare il mercato richiedono il concorso degli operatori (segnatamente banche e fondi specializzati), della BCE e della Bank of England, della BEI e delle banche di sviluppo, della Commissione europea e dei regolatori: il lavoro già svolto è significativo, sono state esplorate le ipotesi più promettenti. Lo stesso comitato di Basilea sta rivisitando le regole per consentire di utilizzare forme di securitizzazione trasparenti e opportunamente

garantite nelle «fette mezzanine e senior». Occorre ora passare alla fase realizzativa, creando un quadro organico. Il Financial Forum dell'Eurofi del 10 e 11 settembre 2014 a Milano e il successivo Ecofin potrebbero rappresentare il punto di svolta per decisioni operative.

In Italia occorre sottolineare l'importanza e le potenzialità[2] del Decreto Destinazione Italia (D.L. 145/2013), convertito in legge e pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 20 febbraio 2014. All'art. 12 viene modificata la Legge 130/1999 che regolamenta in Italia le cartolarizzazioni; sono semplificati i processi di strutturazione e di gestione dei portafogli crediti cartolarizzati e introdotti incentivi per favorire la sottoscrizione di titoli derivanti dalla cartolarizzazione di crediti alle PMI. Questi interventi favoriscono anche la diffusione dei cosiddetti mini-bond. Le potenzialità operative sarebbero al meglio realizzate con una sinergia tra pubblico e privato, creando un'apposita "cabina di regia".

Le infrastrutture di base per la securitizzazione dei prestiti bancari sono comuni a prestiti in bonis e prestiti deteriorati. Questi ultimi richiedono naturalmente specifiche attenzioni, cautele e regole. Nel seguito faccio specifico riferimento alla securitizzazione dei non-performing loans e utilizzo due immagini: una mela marcia rovina l'intero paniere, ma una mela intaccata – se si taglia la fetta rovinata – può essere salvata. Si tratta, cioè, di intervenire in maniera trasparente e tempestiva per evitare che i danni crescano oltremisura. Un esempio illustrerà come si potrebbe intervenire (Box 3 e Fig. 20).

[2] Si tratterebbe, in particolare, di valorizzare al meglio alcuni importanti provvedimenti tributari recentemente adottati in Italia, quali: la tassazione delle perdite sui crediti delle banche; il meccanismo Allowance for Corporate Equity (ACE), che riduce la penalizzazione per il finanziamento delle imprese tramite capitale rispetto al debito; la penalizzazione fiscale per l'emissione di titoli subordinati. Su questi punti cfr. De Vincenzo e Ricotti (2014).

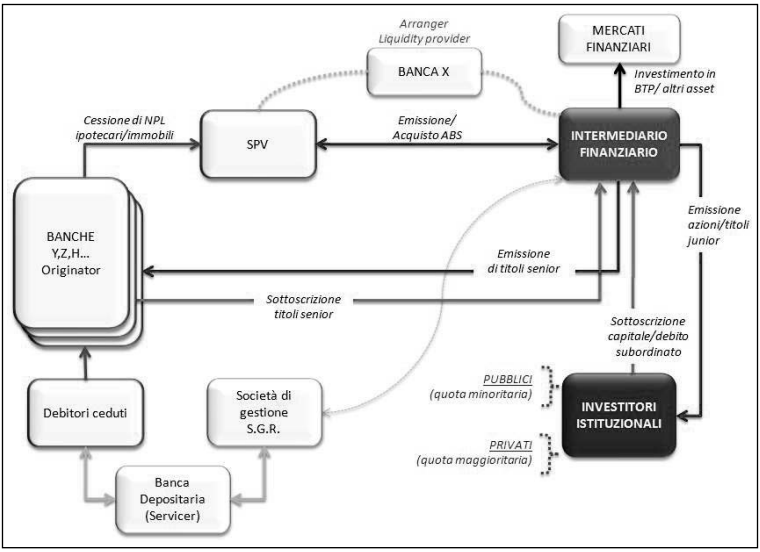
Box 3 - Descrizione sintetica di una ipotesi operativa

Gli originator cedono pro-soluto un selezionato portafoglio di crediti ipotecari non performing alla SPV ad un valore congruo, a seguito di apposita valutazione. L'SPV emette titoli ABS «pari passu», ossia con identica priorità di rimborso, per un controvalore pari al valore di cessione.
I titoli sono sottoscritti da un Intermediario finanziario per un controvalore pari al valore dei crediti ceduti che si finanzia mediante emissione di titoli di debito senior e junior e azioni. I titoli senior sono sottoscritti dagli originator mediante cessione del credito verso il veicolo. I titoli «junior» e le azioni sono emessi per costituire una riserva di liquidità in eccesso e sottoscritti per cassa da Investitori professionali privati e pubblici (questi ultimi in quota minoritaria).
L'intermediario finanziario utilizza i proventi dei flussi sugli attivi ceduti e la liquidità in eccesso per effettuare investimenti in titoli di Stato e/o altri attivi. I profitti in eccesso al pagamento dei dividendi saranno ripartiti alla scadenza dell'operazione in ragione di un 1/3 attribuito agli investitori senior e 2/3 agli investitori junior che beneficeranno di un IRR elevato.
La durata delle operazioni può essere stimata nell'arco 5-10 anni.

OPPORTUNITÀ:
- Riconoscimento della derecognition contabile degli attivi ceduti.
- Redistribuzione fra tutti i partecipanti al capitale dell'intermediario finanziario degli eventuali oneri da mancati recuperi dei crediti NPL rispetto al loro valore di cessione.
- Flussi di rendimenti adeguati al profilo di investimento.

CRITICITÀ:
- Determinazione di un congruo prezzo di cessione dei crediti non performing e della quota Junior.
- Coinvolgimento di Investitori istituzionali al rischio (remunerato) dell'operazione.

Fig. 20 - Schema descrittivo



Per avviare un mercato securitizzato dei prestiti problematici, articolato secondo le asset class già descritte, è ora necessario realizzare idonee iniziative a livello europeo: le stime disponibili mostrano che le banche europee detenevano circa €1,2 trilioni di non performing loans a fine 2013. Lo sviluppo di un mercato dei NPL deve garantire trasparenza e coerenza del trasferimento dei rischi con le regole di vigilanza e assicurare la cancellazione definitiva dall'attivo delle partite cedute (e dei rischi ad esse connessi, anche con idonee formule assicurative), salvo eventualmente una quota ben identificata, per evitare rischi di azzardo morale. Occorre al riguardo chiarire le difficoltà applicative e definire operativamente la regolamentazione di operazioni di cartolarizzazione dei NPL in chiave europea e in Italia. I tasselli principali sono disponibili: si tratta di collegarli e integrarli in modo organico, soprattutto in tempi brevi.

Riferimenti bibliografici

Associazione Bancaria Italiana (ABI) (2014). ABI Monthly Outlook. Economia e Mercati Finanziari-Creditizi. Roma, Giugno.

Banca d'Italia (2012). Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari. Attuazione del D.Lgs. 13 agosto 2011, n. 141. Roma, gennaio.

___ (2013). La recente analisi dei prestiti deteriorati condotta dalla Banca d'Italia: principali caratteristiche e risultati. Roma, luglio.

___ (2014). Relazione Annuale. Anno 2013. Roma, 30 maggio.

De Vincenzo A. e Ricotti G. (2014). L'utilizzo della fiscalità in chiave macroprudenziale: l'impatto di alcune recenti misure tributarie sulla prociclicità e sulla stabilità delle banche. Note di stabilità finanziaria e vigilanza, n. 1 (aprile), Banca d'Italia.

European Central Bank (ECB) and Bank of England (2014). The impaired EU securitisation market: causes, roadblocks and how to deal with them. May.

International Monetary Fund (IMF) (2014). World Economic Outlook. Washington D.C., April.

Klein N. (2013). Non-Performing Loans in CESEE: Determinants and Macroeconomic Performance. IMF Working Paper, European Department, WP/13/72. March.

Masera R. (2012a). Risk, Regulation and Supervision of Financial Systems: US and Eurozone solutions. ZöR, 67, pp. 251–280.

___ (2012b). Objectives and Instruments of Economic Policy in the Eurozone: how to overcome the crisis. Chapter 21. In Paganetto, L. (ed), 2013. Public Debt, Global Governance and Economic Dynamism, Springer-Verlag Italia.

___ (2013). US Basel III Final Rule on Banks' Capital Requirements: a "Different-Size-Fits-All" Approach. PSLQR, 66(267): 387-402.

Dott. Giuseppe D'AGOSTINO
Vice Direttore Generale CONSOB

Evoluzione del quadro normativo europeo sugli "strumenti di finanziamento della crescita"

Le sfide alla crisi tra tutela degli investitori ed efficienza dei mercati finanziari

1. Premessa

La crisi finanziaria ha messo in luce le fragilità strutturali e le carenze del sistema finanziario internazionale, incapace di monitorare l'esposizione ai rischi sostenuti dagli attori in gioco e di comprenderne la natura e la portata, l'inefficacia della regolamentazione e l'inadeguatezza dei modelli di vigilanza (su base nazionale) in presenza di forme di finanza interdipendente su base globalizzata.

Il fenomeno di contagio e le conseguenti turbolenze sui mercati finanziari hanno determinato un significativo peggioramento delle attese degli operatori e una radicale revisione delle prospettive di crescita delle economie avanzate, innescando una spirale negativa fra crollo della fiducia e deterioramento delle aspettative.

La crisi economica è la risultante di una diffusa sfiducia nella funzionalità allocativa del sistema finanziario e di un'accumulazione massiva di rischio sistemico indotta da un uso eccessivo della leva finanziaria, da modalità opache (e azzardate) di trasferimento del rischio di credito e da una estensione incontrollata del *mis-matching* temporale tra attività e passività finanziarie da parte degli intermediari finanziari, con un ruolo rilevante (ancorché non predominante) di quelli non sottoposti ad alcuna forma di regolamentazione e di controllo (appartenenti al sistema c.d. di *shadow banking*).

Il deterioramento della crisi del debito sovrano nell'Area euro e una serie di shock e tensioni geopolitiche hanno contribuito a rafforzare le spinte recessive dell'economia.
Il disegno degli interventi di contrasto alla crisi, definiti nel contesto dell'UE, è stato fin dal 2009 primariamente finalizzato a definire gli strumenti di salvaguardia e di stabilizzazione del sistema finanziario europeo lungo gli indirizzi individuati dal G20 e promossi dal *Financial Stability Board* in risposta alla crisi finanziaria internazionale. Nella prima fase, minore attenzione è stata posta agli effetti sull'economia reale delle più stringenti condizioni di disciplina delle attività d'intermediazione finanziaria nel suo complesso.
Le iniziative delle istituzioni europee e quelle derivanti da accordi intergovernativi nell'ambito UE, susseguitesi a partire dal 2010, hanno privilegiato soprattutto il controllo della stabilità dei conti pubblici dei paesi membri rispetto all'obiettivo della crescita.
La politica monetaria posta in essere dalla BCE nel periodo in parola ha avuto l'effetto benefico di comprimere lo stato d'incertezza economica, attraverso l'uso prolungato di una ampio spettro di misure ordinarie e di misure straordinarie[1]. Il sostegno della BCE alla liquidità degli intermediari non è stato tuttavia di per sé sufficiente a generare un miglioramento delle condizioni di accesso al finanziamento delle banche nei paesi più esposti alla crisi e, di conseguenza, di favorire una riduzione del costo dei prestiti bancari a famiglie e imprese a beneficio dell'economia reale. La contrazione dell'offerta di finanziamento ha interessato anche le forme alternative d'intermediazione creditizia.
Infatti, è ben presente che la perdurante frammentazione

[1] Tra queste vanno annoverate le aste di rifinanziamento del sistema bancario a 36 mesi effettuate, nel dicembre 2011 e febbraio 2012, al tasso dell'uno per cento nonché il programma *Outright Monetary Transactions* per l'acquisto sul mercato secondario di titoli di Stato di quei paesi che accettano un programma di consolidamento della finanza pubblica sotto il controllo dell'ESM.

del sistema finanziario europeo su basi nazionali, come testimoniato soprattutto dalla divaricazione delle condizioni di erogazione del credito bancario al settore privato tra economie periferiche ed economie core, ostacola il ripristino del canale di trasmissione della politica monetaria espansiva al settore reale. Le tensioni che le banche stanno sperimentando sul fronte patrimoniale e reddituale per il deterioramento degli attivi legato al peggioramento della qualità del credito erogato e la bassa redditività, in un contesto di tassi di interesse livellati ai minimi storici, non favoriscono la "traduzione" dell'offerta di liquidità della BCE in nuovo credito bancario all'economia. Per altro verso, è pur vero che l'incertezza macroeconomica non crea incentivi per le imprese a pianificare nuovi investimenti e richiedere nuovi finanziamenti per la crescita.

Il razionamento del credito bancario e delle altre forme di finanziamento all'economia ha colpito in modo più marcato le imprese di piccole e medie dimensioni a motivo del più elevato tasso di indebitamento che contraddistingue tali imprese, nonché della minore redditività rispetto a imprese di maggiori dimensioni che possono sfruttare economie di scala e di scopo, rafforzando gli impulsi recessivi per l'economia. Le PMI basate in alcuni paesi europei sono state penalizzate anche dalla mancanza di un mercato integrato del credito nell'Eurozona.

Per altro verso, la crisi finanziaria e l'attuale situazione di debolezza macroeconomica hanno avuto un impatto negativo sulla fiducia e sulla propensione al rischio degli investitori istituzionali, in particolare negli Stati Membri in difficoltà finanziarie, riducendo anche la capacità del settore finanziario europeo di incanalare risparmi anche verso gli investimenti innovativi.

Il problema fondamentale che la Commissione Europea si è posto è quello dell'ampliamento dei canali di finanziamento disponibili per le imprese, soprattutto le PMI, al fine di salvaguardare il potenziale di crescita del sistema pro-

duttivo europeo[2]. In tal modo, accanto ad interventi volti a ridurre i rischi sistemici, sono state adottate misure per favorire lo sviluppo di investitori specializzati nell'investimento in capitale di debito e di rischio delle piccole e medie imprese (*private equity* e *venture capital*) e in progetti infrastrutturali di lungo periodo[3].

2. Le iniziative normative di rafforzamento del sistema finanziario europeo

I processi normativi intrapresi nell'ambito dell'UE (e quelli in atto) hanno perseguito (perseguono) l'obiettivo comune di rafforzare e adeguare la disciplina complessiva del sistema finanziario europeo in relazione alle dinamiche operative e tecnologiche dei mercati, alla necessità di contrastare i fattori di rischio evidenziati dalla crisi, di mitigare la diffusione di nuovi rischi, di porre le basi per un solido, trasparente e funzionale meccanismo di mercato paneuropeo. Essi s'inquadrano nello scenario internazionale di riforma del settore finanziario e della relativa vigilanza delineato dal G20 nel 2009 e 2010.

Molte iniziative legislative si sono concluse e certamente saranno idonee a rimodellare il sistema finanziario europeo nel prossimo futuro. Il focus dell'azione riformatrice è per molti versi sull'effettiva implementazione e applicazione coerente del nuovo quadro regolamentare che ne discende.

---

[2] Infatti, la necessità di assicurare forme finanziarie stabili e sufficienti per le PMI per assicurare condizioni di crescita economica in Europa è intrinsecamente legata alla rilevanza che esse ricoprono nell'ambito dell'economia europea. Secondo i dati della Banca Centrale Europea (*Monthly Bulletin*, luglio 2013) le piccole e medie imprese rappresentano: 1) circa il 98% delle unità produttive; 2) il 70% del totale della forza lavoro; 3) il 60% del valore aggiunto prodotto.

[3] Nella Comunicazione della Commissione Europea "*An action plan to improve access to finance for SMEs"* del 7 dicembre 2011 si legge *«The Commission will use regulation to make SMEs* [PMI] *more visible to investors and markets more attractive and accessible for SMEs. Regulatory changes will keep the right balance between prudential regulation and financing of SMEs, and between investor protection and tailored measures for SMEs».*

Le aree di maggiore attenzione nella strategia di "messa in sicurezza" del sistema finanziario europeo possono essere così delineate:

1) *Banking:* con il "pacchetto" normativo sulle regole prudenziali per le banche (CRD IV e CRR), il Legislatore europeo ha inteso innalzare i requisiti patrimoniali minimi e la qualità del capitale degli istituti di credito, in particolare per quanto riguarda i requisiti patrimoniali per le attività detenute in entità finanziarie, comprese le attività non regolamentate e le forme di trasferimento del rischio di credito. La riforma prevede anche l'introduzione di norme per la gestione delle banche insolventi e per la protezione dei depositanti. Queste iniziative andranno ad iscriversi nel c.d. *single rulebook* che costituirà il corpo normativo valido per tutti gli intermediari bancari nei 28 paesi membri dell'Unione Europea. In parallelo, si è dato avvio al progetto di *Banking Union* che prevede la costruzione della supervisione bancaria europea (il c.d. *Single Supervision Mechanism* - SSM), relativamente a tutti i paesi appartenenti alla euro-zona e a quelli non appartenenti all'eurozona che decidono di aderirvi tramite un meccanismo di stretta cooperazione, volta a spezzare "il potenziale circolo vizioso tra banche [di rilevanza sistemica] e debiti sovrani". L'innovazione comporta: i) l'assegnazione alla BCE della vigilanza diretta sulle banche (rilevanti) dei paesi dell'Area euro (ed eventualmente di altre economie europee che intendano aderire); ii) la creazione del *Single Resolution Mechanism* che è volto a fornire uno strumento operativo di gestione delle crisi di banche appartenenti al SSM attraverso un *single resolution fund* controllato dal *single resolution Board*.

2) *Shadow Banking*: (cfr. Libro verde della CE sul sistema bancario ombra, marzo 2012; Comunicazione della CE sul sistema bancario ombra: *affrontare le nuove fonti di rischio nel settore finanziario*, settembre 2013). Il settore bancario

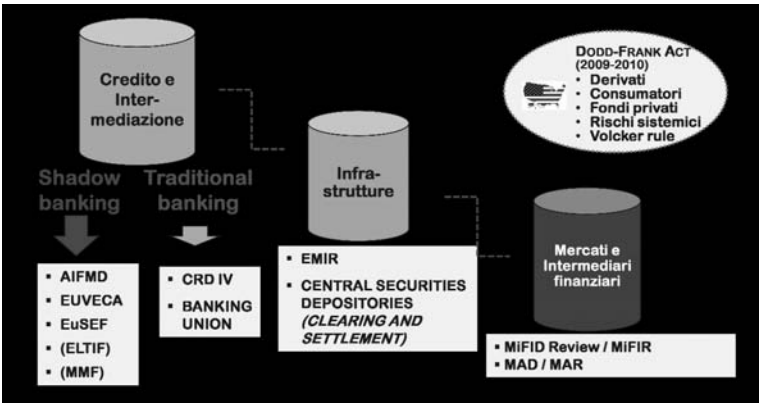
ombra che comprende l'insieme dei soggetti che operano in parallelo al sistema creditizio nell'erogazione del credito alle imprese, senza tuttavia essere sottoposti ai rigidi requisiti patrimoniali e di vigilanza previsti per le banche, figura tra le priorità dell'agenda internazionale fissata dal G20 e coordinata dal *Financial Stability Board* (FSB), per la sua dimensione, per i suoi stretti legami con il settore finanziario regolamentato e per il rischio sistemico che esso comporta. In quest'ottica la Commissione, unitamente ai co-legislatori europei, ha già costruito un quadro armonizzato per i gestori di fondi di investimento alternativi (tra cui meritano attenzione i gestori di *hedge funds*) (c.d. AIFMD e regolamenti attuativi), la proposta di regolamentazione dei *Money Market Funds* e le norme che rafforzano i rapporti fra le banche e i soggetti non regolamentati (CRD IV) (per es., nel caso di operazioni di cartolarizzazione; obblighi di informazione relativi alle esposizioni fuori bilancio in caso di trasferimento di attività finanziarie).

3) Infrastrutture: la crisi finanziaria ha evidenziato il ruolo centrale svolto dai derivati, quali ad esempio i derivati su crediti, negoziati fuori dai mercati regolamentati (OTC). Il regolamento sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e le *trade repositories* (noto come EMIR - Regolamento sulle infrastrutture di mercato europee) prescrive la compensazione a livello centralizzato di tutti i contratti derivati standardizzati, la reintegrazione del margine per i contratti non standardizzati nonché la comunicazione delle informazioni su tutte le transazioni in derivati europei alle *trade repositories*, accessibili alle autorità di vigilanza nazionali e all'ESMA. Parimenti, degno di menzione è il Regolamento sui Depositari Centrali di strumenti finanziari, che disciplina i meccanismi di *settlement* delle transazioni trattate nelle *trading venues*.

4) Mercati di negoziazione di strumenti finanziari: nel qua-

dro delle misure per rafforzare l'integrità del mercati s'iscrive il Regolamento sulle vendite allo scoperto, rendendo più trasparenti le posizioni in *credit default swap* (CDS) e vietando i *credit default swap* scoperti su emittenti sovrani. Attraverso la MiFID II viene rafforzata la struttura regolamentata dei mercati di negoziazione organizzati su base multilaterale (c.d. *trading venues, TV*) (MR, MTF e il nuovo OTF per i non-equity), introdotto l'obbligo di trading nelle TV delle azioni quotate e dei derivati ammessi al clearing ai sensi dell'EMIR, introdotta la trasparenza pre-trade e post-trade per titoli di debito e derivati negoziati nelle TV. E per il controllo del rischio sistemico regole sull'algo-trading.

Graf. 1. I campi d'azione del Legislatore Europeo a seguito della crisi finanziaria



3. Lo *Shadow Banking*: dalla "gestione" di una minaccia alla "scoperta" di un'opportunità.

Il perseguimento da parte della Commissione Europea dello sviluppo dei mercati dei capitali europei e delle sue infrastrutture è da intendersi come la contro-misura strategica per un più bilanciato e robusto sistema finanziario europeo, capace di assicurare risorse finanziarie per il sostegno di lungo termine dell'economia europea.

In questo disegno, una particolare attenzione va posta all'approccio della Commissione Europea allo *shadow banking*. E' del tutto evidente come la valutazione da parte della stessa del modus operandi tipico degli attori finanziari non-bancari sia mutato nel corso del processo normativo generale di riforma del quadro regolamentare relativo al sistema finanziario, anche in coerenza con la lettura dello spazio operativo che le banche possono attualmente (e nella prospettiva di Basilea III) coprire in termini di intermediazione creditizia per le imprese.

In effetti, la regolamentazione dello *shadow banking* deve la sua genesi alla preoccupata consapevolezza che il rischio di credito sia trasferito da intermediari soggetti a vigilanza prudenziale ad operatori non sottoposti ad alcun controllo delle Autorità competenti, con un innalzamento del rischio sistemico non osservabile e foriero di conseguenze imprevedibili. Solo in un secondo momento, la valutazione si è spostata sulla funzionalità per il sistema nel suo complesso delle forme di "circolazione finanziaria" esterne al circuito bancario.

Nelle Conclusioni della citata Comunicazione COM (2013) 614, la Commissione Europea rivela la consapevolezza del ruolo strategico di questo "settore" finanziario per la crescita economica: <<*Questo settore [lo* Shadow Banking*] non deve essere guardato esclusivamente nella prospettiva dei rischi che pone, ma anche riconoscendo l'importante ruolo che svolge nel settore finanziario. Esso costituisce un canale di finanziamento alternativo, essenziale per l'economia reale, soprattutto in un momento in cui gli operatori tradizionali del sistema bancario riducono il loro sostegno finanziario*>>.

Le istituzioni europee si sono mosse, una volta "messa in sicurezza la stabilità finanziaria", per favorire lo sviluppo di canali di finanziamento all'economia reale, incoraggiando

l'aumento di capitali non bancari a disposizione delle imprese come complementari rispetto al credito bancario. In questo contesto si iscrivono gli atti normativi (direttive e regolamenti relativi alle forme di gestione collettiva di investimenti alternativi, l'approfondimento economico-legale prodromico all'introduzione di una disciplina comunitaria sul *crowd-funding* (il dibattito è ancora imperniato sulla ricerca di una definizione armonizzata del fenomeno e di perimetrazione del suo ambito) nonché l'impegno ad affrontare il tema di una possibile regolamentazione armonizzata del *private placement* quale modalità di classamento di strumenti finanziari tipicamente di società non finanziarie non quotate nei portafogli di investitori istituzionali[4].

* * *

L'AIFMD (Direttiva UE 2011/61), insieme alle misure di esecuzione contenute nel Regolamento delegato (UE) n. 231/2013, dai Regolamenti CE (UE) nn. 447 e 448 del 15 maggio 2013, direttamente applicabili negli ordinamenti degli Stati membri, nonché dalle *Guide-lines on Key-concept of the AIFMD* dell'ESMA (ESMA/2013/611), costituiscono un'importante risposta legislativa dell'UE al tema dei rischi (macro-prudenziali) posti da forme di intermediazione finanziaria non regolamentata a livello comunitario (c.d. *shadow banking*) per la stabilità e sicurezza del sistema finanziario europeo[5].

Per questa ragione la nozione di gestore di fondi d'investi-

[4] Inoltre, la Commissione Europea ha preso una serie di altre iniziative normative volte a migliorare l'accesso delle piccole e medie imprese (PMI) ai mercati dei capitali, avuto riguardo alla rilevanza della loro crescita per il successo economico dell'Europa, introducendo mercati per gli strumenti finanziari emessi dalle PMI nella forma di MTF appositamente denominati *SME Growth Market* (pacchetto MiFID II) e semplificando e riducendo i requisiti e gli obblighi di informativa e di reporting delle stesse imprese (Direttiva *Transparency* e Direttiva Prospetti).

[5] Cfr. *Green Paper on Shadow Banking* 2012.

mento "alternativi" (c.d. FIA) è molto ampia e tale da catturare nel perimetro della AIFMD tutta una serie di veicoli societari, sia quotati che non quotati, che tradizionalmente gravitano fuori dalla gestione collettiva. La Direttiva si preoccupa di dettare una disciplina sulle modalità di svolgimento dell'attività di gestione; per questo le norme riguardano l'organizzazione e il comportamento del "gestore" e non trattano la struttura del portafoglio del fondo e di dettare vincoli alla natura dei beni investibili. La varietà degli attivi oggetto d'investimento da parte di un fondo alternativo rimane amplissima (da tutta la gamma di strumenti/contratti finanziari, ai beni immobili, merci, opere d'arte e altro).

La crisi aveva mostrato una serie di carenze in materia di trasparenza delle posizioni di rischio assunte dai gestori alternativi, carenze nella gestione del rischio e nelle modalità di valorizzazione degli *asset* in portafoglio, oltre alle debolezze nei processi di *due diligence* per la selezione degli investimenti.

L'obiettivo primario della AIFMD è quello di creare, per la prima volta, un quadro completo e sicuro per la vigilanza micro-prudenziale e la sorveglianza macro-prudenziale dei gestori di fondi c.d. alternativi nella UE[6]. Gli effetti potenzialmente destabilizzanti sono riconducibili agli elementi distintivi delle politiche di investimento di tali fondi, quali

[6] L'AIFMD introduce una serie di obblighi di trasparenza e robusti presidi in relazione all'uso della leva finanziaria da parte dei gestori di fondi alternativi. Ogni gestore sarà tenuto a fissare un limite alla leva finanziaria che utilizza e sarà obbligato a rispettare questi limiti su base continuativa. Il gestore sarà inoltre tenuto ad informare le autorità competenti circa l'uso della leva finanziaria, in modo che le autorità possano valutare se l'uso della leva finanziaria da parte del gestore contribuisce all'accumulo di rischi sistemici nel sistema finanziario. Queste informazioni saranno condivise con l'*European Systemic Risk Board*. La AIFMD attribuisce anche poteri alle autorità competenti di intervento per imporre limiti all'utilizzo della leva finanziaria quando ritenuto necessario, al fine di assicurare la stabilità e l'integrità del sistema finanziario.

l'obiettivo di conseguire 'rendimenti assoluti' indipendentemente dall'andamento dei mercati, l'utilizzo della leva finanziaria, anche attraverso derivati OTC, e il possibile investimento in attività illiquide o difficilmente liquidabili nel breve periodo.

Contemporaneamente, l'AIFMD si pone l'obiettivo di favorire lo sviluppo di un mercato unico nel quale i gestori, avvalendosi del passaporto europeo, possono realizzare economie di scala e i risparmiatori possono accedere a un più ampio insieme di opzioni di investimento.

Con specifico riguardo ai fondi di *private equity*, si paventava il rischio di comportamenti opportunistici dei gestori nei processi di ristrutturazione d'imprese o nelle acquisizioni di grandi imprese nell'UE (si parlò di "fondi locuste"[7]). Così l'AIFMD ha introdotto precisi obblighi informativi per aumentare la trasparenza di questo tipo di investimento nei confronti dei dipendenti delle società acquisite e il pubblico in generale e per affrontare i rischi potenziali per la società acquisite da fondi di *private equity* (in particolare, l'AIFMD introduce norme relative alla comunicazione delle partecipazioni rilevanti o di controllo di società non quotate o di controllo di emittenti quotati per conto di FIA italiani, FIA UE e FIA non UE e, in caso di acquisizione del controllo, l'obbligo per il gestore di divulgare informazioni rilevanti in relazione alle intenzioni circa l'attività futura della società e le fonti di finanziamento dell'acquisizione. L'AIFMD comprende anche norme specifiche per ridurre i rischi per la salute a lungo termine delle aziende legate all' "*asset stripping*".

L'AIFMD è stata concepita come un tassello fondamenta-

[7] Espressione usata nel 2005 da un importante politico tedesco, Franz Müntefering, per rappresentare l'attività dei fondi di *private equity* nei confronti delle imprese finanziate o partecipate.

le del Piano della Commissione Europea per un sistema finanziario sicuro che supporta e stimola l'economia reale attraverso la raccolta e l'impiego di capitale cross-border.

* * *

La necessità di facilitare l'accesso ai finanziamenti alternativi a quello bancario da parte delle PMI - non solo per migliorarne la competitività e il potenziale di crescita, ma per salvaguardarne l'esistenza in una fase caratterizzata da un calo dei prestiti all'economia reale - ha condotto la Commissione Europea a introdurre strumenti normativi, ad armonizzazione massima e immediatamente esecutivi, dedicati ai fondi di *venture capital* (Regolamento EUVECA) e ai fondi per le imprese sociali (Regolamento EuSEF - *European Social Entrepreneurships Funds*).

Il Regolamento EuVECa è stato adottato per consentire a gestori di fondi di investimento, anche di piccole dimensioni, di effettuare il *fund raising* via commercializzazione dei fondi su base pan-Europea e di finanziare le PMI principalmente con capitale di rischio.

Sullo stesso fronte del programma di azione dell'Unione per favorire l'accesso al credito, si segnala la recente proposta di regolamento sui fondi di investimento a lungo termine (ELTIF) volta ad accrescere nell'immediato futuro la massa di capitale disponibile per gli investimenti a lungo termine nell'economia reale dell'Unione europea (come i grandi progetti infrastrutturali o di ingegneria industriale) ossia in tutti i tipi di attività che non sono negoziate nei mercati regolamentati. Si tratta di attività illiquide che, per tale ragione, richiedono un impegno a lungo termine da parte del fondo che le acquista.

I meccanismi di finanziamento devono affrontare il problema della frammentazione del mercato e agevolare gli

investitori e i progetti in vari paesi dell'Unione europea, consentendo ai gestori di ELTIF l'accesso agli investitori *retail* di tutta l'Unione secondo modalità ancora non definite; il tema della soglia per l'accesso del *retail* è attualmente in discussione presso le istituzioni europee. L'importanza di affrontare tali questioni è già stata illustrata nell'Atto per il mercato unico II (Ottobre 2012): uno dei suoi dodici obiettivi principali è stimolare gli investimenti a lungo termine nell'economia reale[8]. Per conseguire tale obiettivo, l'Atto per il mercato unico II ha proposto di sviluppare una nuova serie di norme UE volte a facilitare la raccolta transfrontaliera del capitale necessario per poter gestire in modo efficiente sotto il profilo dei costi fondi di investimento che sfruttino opportunità di investimento a lungo termine.

Il contesto più ampio nel quale si inquadra questo lavoro è stato definito nel Libro verde della Commissione Europea intitolato "*Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea*" (Marzo 2013), che delinea le questioni inerenti all'offerta e alla domanda per tutte le strutture di finanziamento, e confermato nel documento finale del marzo 2014.

4. La Direttiva AIFMD, i Regolamenti del Parlamento europeo e del consiglio EuVECA ed EuSEF, il progetto di regolamento ELTIF.

Nell'ambito di interesse della presente nota, sono da evidenziare le specifiche misure normative deputate a disciplinare gli strumenti operativi per il finanziamento dell'economia reale alternativi (ma complementari) ai canali bancari: si fa riferimento alla disciplina di matrice AIFMD, ricomprendente non solo – e non tanto, per quanto qui rile-

[8] Una sfida del futuro è raggiungere una maggiore integrazione dei mercati europei dei capitali che possono portare a una "*Capital Markets Union*", come esplicitato dal nuovo Presidente della Commissione Europea, Jean Claude Juncker, nel programma politico della Commissione presentato nel settembre 2014.

va - la direttiva 2011/61/UE, ma anche i successivi regolamenti comunitari direttamente applicabili con cui il legislatore sovranazionale ha provveduto a tratteggiare specifici regimi normativi riguardanti determinate tipologie di OICR alternativi ricadenti nel raggio d'azione della AIFMD nonché alla proposta di regolamentazione sui fondi d'investimento di lungo termine.

La direttiva 2011/61/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 (di seguito "AIFMD") - concernente i gestori di fondi di investimento alternativi - introduce una serie di misure volte a promuovere un'integrazione del mercato europeo del risparmio gestito, armonizzando la disciplina applicabile ai gestori ("GEFIA") di fondi alternativi ("FIA"), vale a dire gli organismi di investimento collettivo non rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 2009/65/CE (UCITS IV).
Le norme della direttiva AIFM sono state dettagliate dalle misure di esecuzione contenute nel Regolamento delegato (UE) n. 231 della Commissione del 19 dicembre 2012 - che ha introdotto norme puntuali in materia di deroghe, condizioni generali di esercizio, depositari, leva finanziaria, trasparenza e sorveglianza - direttamente applicabile negli ordinamenti degli Stati membri nonché dalle *Guidelines on key concepts of the AIFMD* dell'ESMA del 13 agosto 2013 (ESMA/2013/611).
Il quadro normativo comunitario dei gestori alternativi è stato inoltre completato dai Regolamenti (UE) n. 345/2013 e n. 346/2013 che hanno disciplinato i gestori di fondi europei per il *venture capital* ("*EUVECA*") e i gestori di fondi europei per l'imprenditoria sociale ("*EUSEF*"), i quali per la loro dimensione ridotta sono considerati GEFIA sotto-soglia ai sensi della AIFMD.

4.1 La Direttiva AIFM

La AIFMD stabilisce norme in materia di autorizzazione, funzionamento e trasparenza dei gestori di fondi di inve-

stimento alternativi (GEFIA) che gestiscono e/o commercializzano OICR alternativi (FIA) nell'ambito dell'Unione Europea, introducendo un regime di operatività transfrontaliera basato sulla c.d. "passaportazione" e sul sistema del "*home country control*".
La necessità di disciplinare il vasto e articolato mondo dello *shadow banking* ha condotto alla definizione di OICR alternativo "per differenza" rispetto alla nozione di UCITS ed include, pertanto, tutti i prodotti a gestione collettiva non ricadenti nel perimetro applicativo della direttiva 2009/65/UE (c.d. "UCITS IV"). Siffatta definizione si presta, pertanto, a sussumere al suo interno un'amplissima categoria di OICR. Nel qualificare gli OICR alternativi la AIFMD adotta un approccio sostanzialistico, che prescinde dalla forma giuridica adottata (contrattuale o societaria) per concentrarsi sulle connotazioni intrinseche del prodotto gestito (gestione a monte in conformità ad una predeterminata politica di investimento del capitale raccolto tra una pluralità di investitori).
Si tratta, in estrema sintesi, dei fondi hedge o speculativi (che possono essere aperti o chiusi), dei fondi chiusi di private equity e immobiliari e dei fondi aperti non armonizzati e non speculativi.
L'armonizzazione prefigurata dal legislatore comunitario, distinguendosi dalla UCITS, investe esclusivamente i gestori alternativi e non si spinge a livello dei prodotti gestiti, in relazione ai quali permane la piena competenza normativa di ciascuno Stato membro.
La AIFMD si occupa di tracciare un regime comunitario unitario dei gestori di OICR alternativi che si situano al di sopra di una determinata soglia di patrimonio gestito, mantenendo in capo agli Stati membri la competenza a disciplinare, secondo la propria discrezionalità nazionale, la struttura e la composizione dei portafogli degli OICR alternativi stessi, sottraendone la relativa regolamentazione al *level playing field* sovranazionale.
La direttiva prevede due ordini di deroghe: non si applica,

in primo luogo, ai gestori di OICR alternativi i cui unici investitori siano i gestori medesimi o soggetti ricompresi nel relativo gruppo. L'altra tipologia di deroga concerne i gestori il cui ammontare di *asset under management* si situi al di sotto di soglie prefissate: 100.000.000 euro o 500.000.000 euro per i gestori di OICR che non ricorrono alla leva finanziaria e non concedono agli investitori diritti di rimborso per un periodo di cinque anni.
I gestori sotto-soglia non beneficiano di nessuno dei diritti concessi ai sensi della direttiva (e in special modo di quelli concernenti il passaporto transfrontaliero) a meno che non scelgano volontariamente di sottoporsi alle norme della direttiva richiedendo la prescritta autorizzazione esercitando il c.d. "*opt-in*".
Per i gestori rientranti nell'ambito di applicazione della Direttiva viene sancito l'obbligo di autorizzazione e sono definite le condizioni che gli stessi devono soddisfare sia nella fase iniziale che nel continuo per ottenere la stessa[9].
La commercializzazione degli OICR alternativi è di regola riservata a investitori professionali, con obbligo di notifica

[9] Tra le condizioni iniziali si rammentano quelle relative all'ammontare minimo del capitale sociale, ai requisiti di onorabilità dei soci e a quelli di onorabilità e professionalità degli esponenti aziendali; dovrà, inoltre, essere presentata una relazione sulla struttura organizzativa ed un programma di attività; dovranno essere fornite informazioni specifiche con riferimento alla tipologia dei fondi che si intende gestire ed alla relativa strategia di investimento.
Tra le condizioni che il gestore è chiamato a soddisfare nel continuo, si possono richiamare l'obbligo di agire secondo i principi di correttezza e diligenza e nell'interesse degli investitori nonché gli obblighi organizzativo-procedurali funzionali all'individuazione e alla gestione delle situazioni in conflitto di interesse, all'efficace gestione dei rischi e, in particolare, del rischio di liquidità, gravanti sui portafogli gestiti, alla valutazione corretta dei beni ed alla sicurezza dei meccanismi di deposito.
Sono stati definiti specifichi obblighi in tema di trasparenza ed obblighi informativi che il gestore di fondi alternativi è chiamato ad ottemperare. Al riguardo, si prevede la pubblicazione su base annuale, in riferimento a ciascun portafoglio gestito, di un rendiconto concernente l'attività gestoria posta in essere; adeguata documentazione d'offerta relativa alle principali caratteristiche della politica di investimento dei fondi deve essere fornita ai potenziali investitori, preliminarmente alla sottoscrizione delle quote dei fondi; adeguata informativa in materia di composizione dei portafogli e di profilo di rischio degli stessi deve, infine, essere indirizzata alle Autorità competenti.

all'autorità dell' "*home country*";
Tuttavia, l'AIFMD prevede la possibilità che ciascuno Stato membro consenta nel proprio territorio l'offerta ad investitori *retail* di tutte o di talune tipologie di OICR alternativi gestiti da società di gestione autorizzate come GEFIA, potendo imporre requisiti più stringenti di quelli richiesti dalla direttiva per l'offerta ad investitori professionali. Tale disciplina è sottratta al perimetro di armonizzazione della direttiva e non permette, quindi, di fruire di un passaporto comunitario per offrire OICR alternativi ai *retail* in un altro Stato dell'UE. In tale caso, lo Stato membro dovrà assicurare parità di trattamento a tutti gli OICR comunitari aventi pari caratteristiche.

Tav.1 Macro differenze d'impostazione tra la Direttiva UCITS e la Direttiva AIFM

	Direttiva UCITS	Direttiva AIFM
Disciplina del Gestore	**Si**	**Si**
Disciplina del Prodotto	**Si**	**No**
Destinatari	**Retail**	**Professionali** **…con facoltà agli Stati Membri di consentire offerta al retail**
Prospetto Informativo	**Si**	**Si** **(per offerte al retail)**
Commercializzazione	**Passaporto** **Gestore & Fondo**	**Passaporto** **Solo Gestore** **Passaporto** **per offerte ai professionali** **No passaporto** **per offerte al retail**

4.2 I Regolamenti EUVECA e EUSEF (pienamente operativi dal 22 luglio 2013)

Il Parlamento europeo e il Consiglio hanno successivamente adottato due regolamenti di primo livello che ritagliano, all'interno del regime AIFMD, una disciplina speciale, armonizzata a livello comunitario, sui gestori di talune specifiche tipologie di OICR alternativi, OICR identificati in ragione degli specifici limiti di investimento e modalità gestionali ammissibili.

Si fa riferimento, in particolare, ai regolamenti in tema di gestori di fondi EuVECA (n. 345/2013) ed EuSEF (346/2013).

I menzionati regolamenti concernono i gestori dei fondi europei di venture capital ("EUVECA") e dei fondi europei per l'imprenditoria sociale ("EUSEF") e prevedono un regime agevolato al fine di favorire gli investimenti transfrontalieri in PMI europee di nuova costituzione o comunque piccole e innovative (EuVECA) ovvero impegnate in attività a sfondo sociale (EuSEF).

Tali provvedimenti normativi si applicano ai gestori alternativi sotto-soglia[10], consentendo loro di fruire, a seguito di apposita registrazione presso lo Stato membro "home", del passaporto comunitario e della denominazione EuVECA ed EuSEF laddove rispettino determinate condizioni, tra cui figurano gli specifici limiti di investimento e di composizione del patrimonio degli OICR gestiti. Anche laddove il gestore si situi sopra-soglia potrà continuare ad utilizzare le indicate denominazioni sempreché continui a gestire gli OICR secondo le disposizioni sancite dai due regolamenti comunitari.

Dei due provvedimenti in commento riveste particolare rilievo, per quanto qui è d'interesse, il regolamento n. 345/2013 concernente i fondi europei per il venture capital

[10] Tali soglie, previste dalla AIFMD, si riferiscono all'*asset under management* e sono pari a 100.000.000 euro o di 500.000.000 euro di per i gestori di OICR che non ricorrono alla leva finanziaria e non concedono agli investitori diritti di rimborso per un periodo di cinque anni (c.d. *de minimis exemption*).

(EuVECA), poiché l'obiettivo dichiaratamente perseguito dal legislatore con tale strumento normativo è quello di favorire la crescita e l'innovazione delle piccole e medie imprese attraverso i veicoli EuVECA.
In particolare, i fondi EUVECA:

(a) devono investire almeno il 70% del proprio patrimonio (risorse disponibili) in quote o azioni di uno o più fondi per il *venture capital* ovvero strumenti rappresentativi di *equity* o di c.d. *quasi-equity* emessi da imprese (c.d. imprese ammissibili) che:
    (1) al momento dell'investimento non abbiano titoli ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato o un MTF;
    (2) impieghino meno di 250 dipendenti;
    (3) abbiano un fatturato annuo non superiore a € 50 mln. o un bilancio annuale totale non superiore a € 43 mln;
    (4) non siano OICR, o società finanziarie, o banca, impresa d'assicurazione o impresa d'investimento;
    (5) non siano stabilite in paradisi fiscali;
(b) possono anche effettuare prestiti a dette società target entro il limite del 30% del patrimonio gestito; non devono utilizzare oltre il 30% del proprio patrimonio in investimenti diversi da quelli di cui al punto a).

La disciplina in commento consente, come sopra indicato, ai gestori di erogare direttamente (in una misura limitata) prestiti alle PMI a valere su patrimonio del fondo, chiarendo implicitamente, per tale via, la generale ammissibilità del *loan origination* nel novero delle attività investibili da parte degli OICR alternativi. Si rimarca, infine, che il veicolo EuVECA non può essere utilizzato per investire prevalentemente in strumenti obbligazionari "puri", essendo pensato per sostenere le PMI acquisendone capitale di rischio o capitale "ibrido" (avente, cioè, una componente assimilabile a quello di rischio) ovvero quote di altri fondi EuVECA.

I regolamenti introducono un regime di passaporto per la commercializzazione dei fondi EUVECA e EUSEF su base transfrontaliera nei confronti di investitori con sufficiente professionalità ed esperienza.
In particolare, i regolamenti prevedono che la commercializzazione possa riguardare esclusivamente:
a) investitori professionali o che chiedono di essere trattati come tali (ai sensi della direttiva MiFID 2004/39/UE); e
b) altri investitori che: (i) si impegnino a investire almeno 100.000 Euro e (ii) dichiarino di essere consapevoli dei rischi connessi all'investimento previsto.

Si evidenzia che il gestore di EuVECA è assoggettato a regole di condotta e di gestione dei conflitti di interessi analoghe a quelle previste dalla disciplina AIFMD (mutuata dalla UCITS e dalla MiFID). Infatti, in linea con le direttive AIFMD e UCITS, le regole di condotta previste nei regolamenti impongono al gestore di osservare un obbligo di correttezza nei confronti degli investitori (c.d. "fair treatment") che si estrinseca:
1) nel rispetto di obblighi di trasparenza pre-contrattuale agli investitori (informazioni sul gestore, sugli eventuali service providers e sull'ammontare di mezzi propri; una descrizione della strategia e degli obiettivi di investimento del fondo; una descrizione del profilo di rischio del fondo, informazioni sul processo di valutazione degli assets e sulle politiche di remunerazione del gestore; una descrizione dei costi e dei loro importi massimi; la descrizione dei servizi resi alle imprese target, la performance storica e – per i fondi EuSEF – indicazioni sui metodi di misurazione dell'impatto sociale)
2) nell'adozione di procedure:
1. idonee a prevenire pratiche scorrette ed evitare trattamenti preferenziali;
2. di selezione e controllo degli investimenti (e delle imprese in cui si investe);
3. di valorizzazione dei beni del fondo,

4. di identificazione e gestione delle situazioni di conflitto d'interessi.

A differenza delle menzionate direttive e fedelmente all'obiettivo di prevedere una normativa speciale di favore, i regolamenti non introducono misure di secondo livello volte a dettagliare la disciplina primaria con riguardo a standard di condotta e requisiti organizzativi. Esistono misure di L2 sui conflitti d'interessi e per EuSEF sulla valorizzazione e sulla misurazione dell'impatto sociale.
EuVECA e EuSEF in quanto Regolamenti sono direttamente applicati negli ordinamenti degli Stati membri dal 22 luglio 2013 senza necessità di una formale attività di recepimento nazionale.

4.3 La proposta di regolamento ELTIF (European Long-Term Investment Funds)

Anche la disciplina tracciata dalla proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio concernente i c.d. ELTIF (i fondi di investimento europei a lungo termine) si inscrive nel contesto normativo disegnato dalla direttiva 2011/61/UE (c.d. AIFMD), le cui norme unitamente alle relative disposizioni attuative sono direttamente applicabili ai gestori di fondi ELTIF.
La proposta di Regolamento in commento ha come obiettivo l'introduzione di regole di armonizzazione massima attinenti a fondi di investimento specializzati in attività a lungo termine che intendono avvalersi della denominazione ELTIF e del relativo regime normativo.
Pertanto, le attività dei gestori di ELTIF continueranno ad essere soggette alla AIFMD e regolamenti attuativi, ma i fondi di investimento a lungo termine sono disciplinati dal regolamento proposto.
Allo stato del processo normativo in atto (il Consiglio dell'Unione Europeo ha licenziato nel giugno 2014 un testo per la discussione del Trilogo), la proposta prevede che gli investimenti a lungo termine degli ELTIF siano

diretti a finanziare progetti infrastrutturali (per es. trasporti e tele-comunicazioni), attività immateriali (per es., ricerca e sviluppo, formazione ecc.), società non quotate che emettono strumenti rappresentativi di *equity* o strumenti di debito, avendo tali società difficoltà di accesso ai mercati di capitale, ossia PMI quotate identificate come in EUVECA.

In particolare, la proposta introduce un obbligo a carico dei gestori di impiegare almeno il 70% delle risorse disponibili in c.d. "*investimenti ammissibili*" così definibili con intervento diretto o indiretto (mediante investimento tramite mercato secondario)[11]:

- partecipazioni in imprese *target* qualificate tramite sottoscrizione diretta di equity;
- partecipazioni in imprese *target* qualificate, acquistate da altri fondi ELTIF;
- strumenti di finanziamento *quasi-equity* emesse da imprese *target* qualificate;
- finanziamenti a medio lungo termine (*loans*) a favore delle imprese *target* qualificate;
- strumenti di debito emessi da imprese *target* qualificate;
- quote o azioni di fondi alternativi d'investimento che presentano determinati requisiti;
- attività reali [*in discussione*] che richiedono un investimento iniziale pari o superiore a 10 milioni di euro.

Le imprese c.d. target devono essere imprese non finanziarie e non quotate in un mercato regolamentato o in un MTF ossia PMI con strumenti finanziari trattati nelle suddette *trading venues*. Non sono definite caratteristiche dimensionali per le imprese target[12]. La proposta prevede specifi-

[11] L'investimento tramite il mercato secondario è un tema aperto di discussione.
[12] L'impresa *target* può essere stabilita in un paese *extra* UE a condizione che si tratti di un paese cooperativo – nel quale sia assicurata la cooperazione ai fini fiscali – e non sia indicato quale paese ad alto rischio.

che regole volte ad assicurare una sufficiente diversificazione[13] e una limitazione all'uso della leva finanziaria[14], introducendo come accennato un regime di armonizzazione massima del prodotto ELTIF.
In conformità con il testo in discussione, l'ELTIF non può effettuare vendite allo scoperto di attività, non assume esposizioni dirette verso *commodities*, conclude accordi di prestito titoli fino ad un ammontare pari al 10% dell'attivo [*in discussione*], non realizza operazioni di vendita con patto di riacquisto né utilizza strumenti finanziari derivati se non per fini di copertura dei rischi. Vi sono comunque proposte emendative.
La proposta in commento concede all'ELTIF un periodo pari a cinque anni dal rilascio dell'autorizzazione per raggiungere la soglia del 70% di investimenti in attività ammissibili.
Allo scopo di garantire una gestione efficace del flusso di cassa è prevista la possibilità che gli ELTIF investano in attività diverse da quelle c.d. "*ammissibili*"[15], purché tali investimenti siano coerenti con la strategia di investimento a lungo termine adottata dal fondo e nei limiti del 30% del capitale dell'ELTIF.
La scelta di disciplinare gli ELTIF nella forma di fondi chiusi (come previsto nella posizione del Consiglio) o anche aperti (come proposto dal Parlamento) è in discussione al Trilogo.
Con riguardo alla commercializzazione nei confronti degli investitori *retail*, il testo approvato dal Consiglio prevede che essa debba avvenire previa effettuazione di un test di adeguatezza (immaginato dalla MiFID nel caso di presta-

[13] Sono stabiliti limiti di concentrazione delle risorse disponibili (capitale sottoscritto e capitale richiamabile) pari a: 1) 10% in attività finanziarie /equity, quasi-equity, titoli di debito e prestiti) relative ad una singola impresa target; 2) 10% di una singola attività reale e 3) 10% di una singola ELTIF/EUVECA.
[14] La leva finanziaria può essere attivata tramite prestiti finanziari minoro o uguali al 30% del capitale dell'ELTIF per effettuare investimenti ammissibili.
[15] Vi rientrano gli investimenti nelle attività previste dalla direttiva 2009/65/CE (c.d. UCITS IV) all'articolo 50.

zione di servizio di consulenza e di gestione individuale), con un *entry ticket* di Euro 10.000 e un cap d'investimento in ELTIF pari al 10% del portafoglio finanziario del cliente nel caso in cui il suo controvalore non ecceda i 500.000 euro. La disciplina della commercializzazione ai *retail* è sottratta alla discrezionalità normativa dei vari Stati membri e introduce il passaporto per l'offerta transfrontaliera al pari dell'offerta agli investitori professionali[16].
Con riguardo agli obblighi di trasparenza, ne sono previsti di ulteriori rispetto a quelli imposti ai GEFIA dalla AIFMD, tra i quali la redazione e la pubblicazione di un documento di offerta modellato al contenuto informativo previsto dalla direttiva 2003/71/CE (c.d. Direttiva "Prospetto") e della relativa disciplina attuativa (anche per la commercializzazione ad investitori professionali).
Gli ELTIF saranno prodotti di investimento ai sensi della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID) e quindi soggetti a tutti gli obblighi previsti da tale direttiva in relazione alla commercializzazione, alla distribuzione e all'informativa in coordinamento con lo stesso Regolamento ELTIF.
Rimangono ancora non definiti alcuni aspetti relativi agli attivi investibili e alle condizioni/presidi da adottare nel caso di commercializzazione agli investitori retail.

[16] In particolare, gli obblighi aggiuntivi che il gestore dell'ELTIF deve rispettare per poter offrire azioni o quote del fondo ad investitori al dettaglio sono di seguito compendiati: il regolamento o i documenti costitutivi dell'ELTIF devono assicurare parità di trattamento tra tutti gli investitori e nessun trattamento preferenziale è concesso a singoli investitori o gruppi di investitori (trattamenti preferenziali che, invece, sono consentiti in via generale dalla AIFMD); l'ELTIF non deve essere strutturato come un partenariato; gli investitori al dettaglio devono poter usufruire di un diritto di ripensamento nel corso del periodo di sottoscrizione e almeno due settimane dopo la sottoscrizione delle azioni o quote dell'ELTIF, esercitando il quale possono annullare la sottoscrizione e ottenere il rimborso del denaro versato senza incorrere in penalità. Un'ulteriore condizione – aggiuntiva rispetto a quanto prescritto dalla AIFMD – concerne l'obbligo di pubblicare la documentazione d'offerta (prospetto e KID).

4.4. La comparazione dei diversi regimi normativi europei dei fondi d'investimento alternativi

Per fornire un quadro d'insieme degli elementi strutturali delle diverse discipline, di cui si è fornita una breve rappresentazione in precedenza, sono state individuate talune aree tematiche che consentono una più agevole lettura delle differenze e delle similarità (cfr. Tav.2).

Operando la distinzione per tema di regolamentazione (disciplina "Gestore" vs. disciplina "prodotto") e per soglia dimensionale degli ammontari in gestione, è possibile osservare come la Direttiva AIFM introduca una disciplina generale armonizzata del gestore dei fondi alternativi (senza riguardo alle specializzazioni dei diversi regimi) nel caso in cui il controvalore dei portafogli in gestione sia superiore alle soglie indicate (ossia, maggiore di Euro 500 milioni per i portafogli privi di leva finanziaria, ovvero maggiore di Euro 100 milioni nel caso di utilizzo di leva finanziaria). Viceversa, nel caso di patrimoni in gestione sotto soglia si applicherà sempre la disciplina nazionale, fatto salvo il regime europeo per i fondi EUVECA.

Da evidenziare come la scelta del Legislatore europeo di lasciare ai singoli Stati membri la disciplina della struttura del prodotto "Fondo d'investimento alternativo" (nella Tav.2 indicato Fondo), che non sia configurato come EuVECA, è da leggersi nel senso di aver privilegiato l'obiettivo della flessibilizzazione delle politiche d'investimento realizzabili tramite lo strumento dei fondi alternativi, in coerenza con le caratteristiche delle economie di ciascun paese. (cfr. Tavv. 3 e 4). Il "costo" di questa scelta è dato dalla difficoltà di comparazione della rischiosità dei portafogli dei FIA da parte degli investitori nell'ambito di un mercato europeo, anche in virtù della circostanza che la disponibilità di informazioni relative ai FIA sotto soglia (in termini di frequenza e dettaglio) non sarà disciplinato in modo uniforme.

La non confrontabilità a priori dei fondi alternativi è suscettibile di generare una frammentazione dei relativi

mercati su basi nazionali nel caso di offerte retail, con conseguente perdita dei notevoli benefici che si avrebbero nel caso di un mercato pan-europeo integrato.

Tav.2 Comparazione delle discipline applicate ai Fondi d'Investimento Alternativi per soglia dimensionale e profilo Gestore vs. Fondo.

	DISCIPLINA APPLICATA AI FONDI ALTERNATIVI				
DISCIPLINA	Soglie		AIFMD	EuVECA	ELTIF
GESTORE	AUM > 100 mln. € (con leva) ovvero > 500 mln € (senza leva e no diritti di riscatto entro 5 anni)	Sopra	AIFMD	AIFMD	AIFMD
		Sotto	Nazionale	EuVECA	Nazionale
FONDO	In ogni caso		Nazionale	EuVECA	ELTIF

NB: ELTIF è una proposta di regolamento della Commissione Europea.

Con specifico riferimento alle politiche d'investimento, considerando con riguardo all'Italia l'attuale disciplina per i fondi non UCITS, è facilmente osservabile la finalità di finanziamento dell'economia reale per gli ELTIF e per i fondi EUVECA, con una soglia minima d'investimento del 70% del portafoglio in gestione per singolo fondo in strumenti finanziari emessi da imprese non finanziarie e non quotate.

Tav.3 Comparazione delle discipline applicate ai Fondi d'Investimento Alternativi per attività d'investimento.

	GESTIONE COLLETTIVA (LIMITI NORMATIVI ALL'INVESTIMENTO – RIFERITI AL CAPITALE DEL FONDO)		
ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	AIFMD (disciplina nazionale attualmente in revisione)	EuVECA	ELTIF
STRUMENTI FINANZIARI EMESSI DA PMI - AZIONI - QUASI-EQUITY - TIT. DEBITO	*SI*	Equity e QE ≥ 70% Debito ≤ 30%	Tutti ≥ 70%
EROGAZIONE CREDITI/FINANZIAMENTI ALLE PMI	*Solo se strumentale*	Sì, ≤ 30% nei confronti di PMI già in portafoglio	Senza limitazione
INVESTIMENTO IN CREDITI ALLE PMI	*Sì, se cartolarizzati*	Sì, ≤ 30%, anche cartolarizzati	Sì, ≤ 30%, anche cartolarizzati

Tav.4 Comparazione delle discipline applicate ai Fondi d'Investimento Alternativi per caratteristiche degli attivi investibili.

	GESTIONE COLLETTIVA (LIMITI NORMATIVI ALL'INVESTIMENTO – RIFERITI AL CAPITALE DEL FONDO)		
ATTIVITÀ DI INVESTIMENTO	AIFMD (disciplina nazionale attualmente in revisione)	EuVECA	ELTIF
QUOTE DI ALTRI OICR	Sì, con limiti di concentrazione	Sì, in EuVECA con ≤ 10% in altri EuVECA	Sì, in ELTIF/EuVECA/EuSEF con ≤ 10% in ELTIF
IMPRESE TARGET	*Non ci sono limiti normativi*	Non finanziarie non quotate con <250 dip. & fatt. <50 mln. € or tot. att. < 43 mln. €	Non finanziarie non quotate
LEVA FINANZIARIA	*No limiti normativi*	Non è ammessa	≤ 30% in liquidità presa a prestito per investimento in attività ammissibili
LIMITI DI CONCENTRAZIONE	*Solo per i fondi chiusi mobiliari non riservati (max 20% per emittente)*	No limiti normativi	Max 10% in attività riferite alla singola impresa

Va doverosamente osservato che la regolamentazione sui limiti d'investimento, sulla concentrazione/diversificazione del rischio e sull'utilizzo della leva finanziaria con riguardo agli OICR alternativi di diritto italiano è in fase di riforma per l'implementazione dell'AIFMD. Le direttrice di riforma sono rappresentate dall'esigenza di consentire una maggiore flessibilità nella gestione degli investimenti, per il tramite dall'ampliamento del novero degli attivi ammissibili (tra cui il *loan origination*) e delle strategie realizzabili.

Documenti consultati

1. Commissione Europea: An action plan to improve access to finance for SMEs COM(2011) 870 (7.12.2011);

2. Commissione Europea: Libro Verde sul Finanziamento a lungo-termine dell'Economia Europea (25 marzo 2013);

3. Commissione Europea: *Communication on long term financing of the European economy* – 27.03.2014;

4. L'Atto per il Mercato Unico II – Insieme per una nuova crescita (3 ottobre 2012);

5. European Commission – European Central Bank: Report on the Access to Finance of Small and Medium sized Enterprises (SAFE) in 2013;

6. Commissione Europea: 2013 Annual Growth Survey;

7. Commissione Europea: Green Paper on Shadow Banking 2012;

8. Commissione Europea: Il sistema bancario ombra: affrontare le nuove fonti di rischio nel settore finanziario, COM (2013) 614 (4 settembre 2013);

9. Commissione Europea: *"Regulating Financial Services for Sustainable Growth"*, COM (2010) 301 - (2 giugno 2010);

10. International Monetary Fund, *Global Financial Stability Report* (nn. aprile 2009, aprile 2010, settembre 2011 e ottobre 2012).

Dott. Carmelo BARBAGALLO
Direttore Centrale Area Bancaria e Finanziaria Banca d'Italia

Doveri e responsabilità degli amministratori delle banche: il punto di vista della Banca d'Italia

Premessa

La Vigilanza della Banca d'Italia ha dedicato costante attenzione al tema dei doveri e delle responsabilità degli amministratori delle banche, nelle norme secondarie e nell'esercizio dei controlli.

Interrogarsi oggi su questo tema, individuare le aree di miglioramento, valutarne le prospettive, è importante per almeno tre ragioni.

La prima ha carattere strutturale. La capacità degli amministratori di interpretare al meglio doveri e responsabilità è rilevante ai fini della qualità complessiva del governo societario di qualsiasi impresa, ma per le banche è cruciale. Depongono in tal senso la delicata natura e la complessità dell'attività bancaria, il ruolo fondamentale rivestito dall'elemento fiduciario, le forti esternalità negative che l'inadeguatezza dei vertici può generare. Agli amministratori delle banche spetta deliberare le strategie e controllarne la corretta implementazione; definire l'appetito per il rischio; assicurare che la banca sia in grado di individuare, gestire e monitorare i rischi; "sfidare" il management sulle modalità con le quali quest'ultimo attua strategie, politiche e scelte di rischio. L'efficacia e la correttezza dei consiglieri di amministrazione condizionano il grado di tutela offerto a investitori e clienti, influiscono sullo stesso costo del capitale.

La seconda ragione ha natura più contingente ed è collegata con la presente situazione economica. Compiti e responsabilità del *board* sono messi oggi alla prova. Essere un buon banchiere è diventato oggettivamente difficile: a fronte di un quadro macroeconomico che stenta a migliorare,

non è facile coniugare adeguata prudenza nell'erogazione del credito, crescita della redditività, rafforzamento del patrimonio. Nelle fasi congiunturali sfavorevoli l'attenzione del pubblico si accresce e il giudizio del mercato si fa più severo; in momenti come questi la corretta comprensione del ruolo delle banche, dei doveri e delle responsabilità dei loro amministratori diventano fondamentali.
La terza ragione discende dalle prospettive dell'attività bancaria. L'avvio del Meccanismo di Vigilanza Unico e, più avanti, il completamento dell'Unione Bancaria cambieranno radicalmente ordinamenti e mercati. I sistemi bancari saranno sottoposti a una vigilanza unitaria, fondata su un set di regole armonizzate e stringenti; il mercato unico risulterà rafforzato e le banche dovranno fronteggiare livelli più elevati di concorrenza. Grado di patrimonializzazione, struttura dei costi, capacità manageriali saranno sempre di più fattori distintivi della competizione globale; disporre di una *governance* adeguata diventerà indispensabile.
Per tutte queste ragioni il tema è oggetto di novità significative sul piano normativo, in ambito internazionale ed europeo, volte a colmare, per quanto possibile, le lacune che la crisi finanziaria ha fatto emergere. Le disposizioni sul governo societario in via di emanazione si muovono lungo la stessa lunghezza d'onda.
Prima di affrontare contenuti e motivazioni della normativa di Vigilanza, vorrei sottolineare, per quanto ovvio, che le regole di settore non sono sufficienti ad assicurare la cornice entro la quale garantire lo sviluppo di una buona *governance*. Fondamentali sono fattori quali le regole di diritto comune sul funzionamento delle società di capitali, sulla responsabilità degli amministratori e sui diritti degli azionisti; l'efficienza della giustizia civile e penale; la qualità del mercato del lavoro dei *managers;* le capacità di scrutinio degli *shareholders*.

1. La situazione del sistema bancario italiano

La crisi finanziaria internazionale, la doppia recessione, le

tensioni sui mercati del debito sovrano e della raccolta all'ingrosso hanno messo alla prova la tenuta del sistema bancario italiano. A oltre sei anni dall'inizio della crisi, la capacità delle banche di finanziare l'economia e sostenere la ripresa si è ridotta. Hanno pesato, prima, la crisi di liquidità e, più di recente, il forte aumento del rischio di credito. Il sistema non ha ceduto, come accaduto in altri paesi dell'area dell'euro. Alla tenuta hanno contribuito vari fattori: la fiducia che le famiglie italiane hanno continuato a mantenere verso le banche; l'assenza, nei bilanci delle banche, di asset "tossici"; la robustezza patrimoniale. Il sostegno della banca centrale ha evitato le ripercussioni, potenzialmente disastrose, della crisi di liquidità sui mercati all'ingrosso. Le azioni, europee e nazionali, volte a contrastare la crisi dei debiti sovrani hanno ulteriormente allentato le pressioni sul fronte del costo della raccolta bancaria.

In un contesto in cui erano sorti forti incertezze sulla reale capacità del sistema di reggere all'urto della crisi, la Vigilanza ha agito, da un lato, per stimolare il processo di rafforzamento patrimoniale e, dall'altro, per accrescere la trasparenza dei bilanci bancari. Ha contribuito a preservare, prima, e a rafforzare, poi, la fiducia del mercato e degli investitori nelle banche.

Il peso elevato delle partite deteriorate nei bilanci bancari costituisce oggi il principale elemento di debolezza del sistema. Le posizioni in sofferenza rappresentano un attivo immobilizzato e infruttifero, un freno alla capacità delle banche di erogare nuovi prestiti. Di recente sono emersi segnali di un possibile, lieve miglioramento. Il flusso di nuove partite deteriorate si è stabilizzato, e potrebbe cominciare a ridursi nel corso dei prossimi trimestri; alcune banche hanno realizzato operazioni di cessione con investitori specializzati; presso alcuni intermediari sono state adottate iniziative volte a migliorare il processo di gestione delle partite anomale attraverso la creazione di strutture dedicate. Sono sviluppi positivi, che potranno contribuire alla graduale riduzione dello stock di *distressed assets*.

Al recupero della capacità del sistema bancario italiano di erogare credito potrà contribuire l'esercizio di valutazione approfondita dei bilanci delle maggiori banche dell'area dell'euro (*comprehensive assessment*) che la Banca centrale europea e le autorità di vigilanza nazionali stanno conducendo. Obiettivo dell'esercizio è di dissipare i dubbi sulla qualità degli attivi bancari, rafforzando la fiducia del mercato e degli investitori.
In tale contesto, l'equilibrio dell'assetto di governo, l'efficacia del Consiglio di amministrazione sono condizioni necessarie perché le banche siano non solo in grado di reggere alle pressioni della crisi economica, ma anche di contribuire al suo superamento.

2. Le lacune emerse dalla crisi e le misure internazionali ed europee

Prima della crisi era diffusa l'opinione che la stabilità delle banche non avesse bisogno di essere supportata da regole sul governo societario ulteriori rispetto a quelle previste per le altre imprese. Non si negava la specialità delle banche, ma si riteneva che lo scrutinio del mercato fosse sufficiente ad assicurare la qualità dei vertici e che le norme di vigilanza potessero limitarsi a regole essenzialmente quantitative.
La crisi ha dimostrato quanto questo assunto fosse debole. Sono venuti alla luce i fattori di potenziale debolezza del sistema: l'intrinseca opacità dei bilanci delle banche, i conflitti di interesse di operatori che avrebbero dovuto fornire le informazioni necessarie alla "disciplina di mercato" (revisori, società di rating), il *moral hazard* connesso con l'aspettativa di garanzie implicite di salvataggio pubblico, specie per le banche di maggiori dimensioni (*too big to fail*).
Le analisi condotte a livello internazionale sulla *governance* degli intermediari più colpiti dalla crisi hanno restituito un quadro con molte ombre, anche sui temi su cui si concentra il convegno di oggi: consigli di amministrazione, carenti sul piano delle professionalità, non in grado di fis-

sare *ex ante* chiari obiettivi di rischio e di valutare *ex post* l'effettiva situazione dell'intermediario; amministratori non esecutivi scarsamente informati e poco attivi nella funzione di controllo; consigli con numerosi comitati interni senza una chiara definizione dei rispettivi compiti; incentivi ad amministratori e ad altre figure aziendali (cd. *risk takers*) distorti da prassi di remunerazione non ben collegate ai rischi e all'andamento non di breve periodo dei profili economico-patrimoniali e di liquidità della banca. Le lacune si sono riflesse sugli assetti organizzativi e di monitoraggio degli intermediari: sistemi di gestione e controllo dei rischi frammentati e incompleti; flussi informativi poco tempestivi e affidabili.

La risposta regolamentare è stata ampia a livello internazionale[1]. In ambito europeo, ha portato all'emanazione di Linee Guida da parte dell'EBA sul governo interno delle banche e sui requisiti degli esponenti aziendali e alla previsione, nell'ambito della direttiva CRD IV, di regole in materia di governo societario delle banche, più organiche e puntuali rispetto al passato.

La direttiva richiede la predisposizione di "solidi dispositivi di *governance*, ivi compresa una chiara struttura dell'organizzazione con linee di responsabilità ben definite, trasparenti e coerenti, di processi efficaci per l'identificazione, la gestione, la sorveglianza e la segnalazione dei

[1] La relazione tra *corporate governance* e crisi bancarie è stata esplorata a fondo dai *policy-maker*. Senza pretese di esaustività: sul tema sono intervenuti l'OCSE nel 2009, il comitato di Basilea nel 2010 e il *Financial Stability Board* nel 2013. In tutti i casi, ampie parti sono state dedicate al *board* e alle sue debolezze, prima fra tutte la mancanza di una visione e pianificazione di vertice. Le ricette proposte sono simili: va svolto un processo di autovalutazione per individuare il mix di competenze necessario all'interno dell'organo di amministrazione; va prestata attenzione alla composizione del *board* in modo che le competenze siano adeguate e diffuse; agli amministratori devono essere attribuiti compiti specifici, rispetto a cui essi devono essere *committed*, ovvero dedicare sufficiente impegno. Queste valutazioni hanno portato all'aggiornamento delle *best practices*, come previsto – solo per citare un caso – dai nuovi *Principles for enhancing corporate governance* adottati nel 2010 dal comitato di Basilea.

rischi…, e di adeguati meccanismi di controllo interno …". Distilla poi le lezioni emerse dalla crisi, specificando i compiti del Consiglio di amministrazione, identificando criteri di adeguata composizione del *board,* rafforzando significativamente il sistema di gestione e controllo dei rischi. Opera anche su altri fronti: il sistema degli incentivi (in particolare, i sistemi di remunerazione); la trasparenza al mercato; i poteri, anche sanzionatori, delle autorità di vigilanza.

Altre aree della regolamentazione europea vanno, seppure indirettamente, nella stessa direzione. Chiedere alle banche più capitale di migliore qualità (come nel Regolamento CRR) o prevedere misure di trasferimento delle perdite su azionisti e creditori negli intermediari in difficoltà (come nella direttiva sulla gestione delle crisi bancarie e nel Regolamento sul Meccanismo Unico di Risoluzione) significa implicitamente accrescere l'importanza di una buona governance e di buoni consigli di amministrazione. Da un lato, infatti, assetti di governo equilibrati e *board* robusti diventeranno sempre più necessari per attrarre capitali; dall'altro, il maggior rischio di subire perdite accrescerà l'incentivo di azionisti e creditori a monitorare attentamente la gestione della banca. Un maggiore scrutinio sull'operato degli amministratori sarà la cifra della nuova regolamentazione, la sfida che i *board* delle banche dovranno fronteggiare.

3. L'evoluzione della normativa italiana

A partire dagli anni '90, le modifiche strutturali intervenute nel nostro sistema finanziario – derivanti dai processi di privatizzazione e di concentrazione e dalla crescente pressione concorrenziale – hanno indotto la Banca d'Italia a definire norme sul ruolo dei consigli di amministrazione. Si è dapprima sottolineata, con le Istruzioni di vigilanza del 1999, l'importanza di un sistema efficace di controlli interni, efficacia che presuppone l'esistenza di un *board* consapevole e attivo nella gestione dei rischi.

Nel tempo, l'autonomia degli intermediari si è accresciuta: le banche hanno avuto maggiore flessibilità nel definire la struttura di gruppo, l'articolazione territoriale e i modelli operativi; con la riforma del diritto societario hanno potuto scegliere tra diversi modelli societari; la disciplina prudenziale ha ammesso l'uso di modelli sviluppati internamente anche per la quantificazione di rischi e requisiti patrimoniali; connotati storici del sistema bancario italiano sono stati profondamente riconsiderati (si pensi, ad esempio, al principio di separatezza banca-industria).

La Banca d'Italia ha assecondato questo processo, pur sottoponendolo a una scrupolosa verifica sul campo. E' stato tenuto saldo il binomio autonomia-responsabilità, nella consapevolezza che senza una coerente responsabilità l'autonomia può degenerare in arbitrio, accentuando i rischi di instabilità.

Nel tempo, le indicazioni dei *policy-maker* internazionali si sono fatte più specifiche. Anche ispirandosi ad esse, la Banca d'Italia ha compiuto un percorso evolutivo, le cui tappe principali sono state le disposizioni sulla *governance* del 2008, la comunicazione al sistema del 2012, le norme sui controlli interni del 2013, fino ad arrivare alle nuove disposizioni sul governo societario in corso di definizione.

Prima di soffermarmi sulle modifiche in corso, vorrei fare una rapida rassegna delle principali regole di governo vigenti.

In questi anni sono stati delineati i contorni delle funzioni strategiche e gestionali del *board*, richiedendo una chiara distinzione di ruoli e un trasparente esercizio del potere di delega. Si è così inteso assicurare la corretta allocazione delle responsabilità ed agevolare i processi decisionali. Gli amministratori sono stati chiamati a comprendere e gestire adeguatamente i rischi bancari, a predisporre il sistema dei controlli interni e di *risk management*, a verificarne nel continuo la funzionalità.

Specifiche previsioni sono state rivolte ad alcune figure

(ad esempio agli amministratori non esecutivi e agli indipendenti) in grado di apportare una dialettica costruttiva all'interno del *board* e di contrastare il rischio di egemonia di un unico soggetto. Il ruolo del Presidente è stato valorizzato come figura *super partes* garante del corretto funzionamento dell'organo di appartenenza e degli interessi dei molteplici *stakeholders* della banca. E' stata al contempo valorizzata la funzione di gestione, al fine di garantire univocità e tempestività all'azione della banca, oltre che l'autonomia da indebite ingerenze. Sono stati fissati principi sulla numerosità del *board*, sull'istituzione di comitati interni ad esso, sui flussi informativi.

Anche la professionalità dei singoli amministratori e dell'organo nel suo complesso è stata oggetto di crescente attenzione: come in più occasioni ricordato, l'idoneità degli amministratori all'esercizio delle proprie funzioni è un concetto che va oltre la meccanica verifica del possesso di predeterminate qualifiche, che vanno valutate in concreto, in relazione alle caratteristiche della singola banca e al ruolo che ciascun amministratore ricopre.

Le regole sul governo societario rappresentano inoltre la cornice generale in cui si collocano prescrizioni relative ad ambiti più specifici, nei quali pure viene valorizzato il ruolo dell'organo amministrativo. Si pensi, ad esempio, alla disciplina sulle operazioni con parti correlate, che identifica nelle procedure deliberative e, in generale, negli adempimenti richiesti al *board*, uno dei presidi di correttezza; alle disposizioni in materia di rapporti intermediari-clienti, che richiedono alle funzioni di controllo di secondo livello ("organizzate" dagli amministratori) di assicurare trasparenza e correttezza nei rapporti con i risparmiatori; alle responsabilità del *board* nella riduzione del rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo.

Quali risultati sono stati conseguiti?

Negli anni, la *governance* delle banche italiane è sicuramente migliorata. Vi è ora maggiore consapevolezza in merito alle funzioni e alle responsabilità del *board*; la

distinzione tra funzioni di supervisione strategica e compiti di gestione si è fatta più chiara; è aumentata la presenza di soggetti in grado di apportare dialettica costruttiva, come gli amministratori indipendenti.
Dalle nostre analisi di vigilanza emergono tuttavia margini non trascurabili di miglioramento. Il numero dei componenti dei consigli permane in media elevato; la valutazione della loro professionalità non sempre è sufficiente ad assicurare la presenza nel *board* di esperienze adeguate e diversificate; l'equilibrio di genere è sovente trascurato; il ruolo svolto dal Presidente non è sempre coerente con la funzione non esecutiva assegnatagli.
La necessità di intervenire su questi aspetti emerge specificamente dalle evidenze ispettive. Nell'ultimo biennio i rilievi ispettivi sull'area di governo e controllo sono stati circa un centinaio (su circa trecentocinquanta ispezioni a banche); per tre quarti dei rilievi mossi sono state avviate procedure sanzionatorie. I profili di criticità più ricorrenti riguardano la presenza di figure che egemonizzano il processo decisionale e sintomi di ridotta funzionalità dell'organo amministrativo.
Quanto al primo aspetto, non sono rari i casi di espansione delle prerogative di Amministratori delegati che, anche per effetto delle ampie deleghe conferite, tendono a relegare il Consiglio di amministrazione a un ruolo di mera ratifica di decisioni già assunte. In altri casi, scelte erronee o comportamenti anomali sono direttamente riferibili al Presidente del Consiglio di amministrazione che, lungi dal perseguire obiettivi di equilibrio e di mediazione tra i diversi poteri, assume un ruolo egemonico, condizionando l'operato dell'Amministratore delegato e gli stessi lavori dell'organo amministrativo.
Quanto alla funzionalità del Consiglio, l'esame dei rapporti ispettivi pone in evidenza, nelle situazioni patologiche, l'acritica adesione a proposte poco prudenti dell'Esecutivo e, più in generale, una insufficiente capacità dell'organo di adottare efficaci interventi di ordine strategico coerenti con

la crescente complessità del contesto economico e finanziario.

4. Le novità proposte nel documento per la consultazione pubblica

Il documento in consultazione sul governo societario si raccorda strettamente con l'esperienza maturata dalla Vigilanza sui temi in esame. I lavori sono in corso; emaneremo le disposizioni definitive nell'arco di qualche settimana; stiamo valutando con la dovuta attenzione i commenti ricevuti.

Una critica mossa dal mercato si appunta sul grado di dettaglio delle norme emanande, considerate troppo prescrittive e quindi limitative dell'autonomia organizzativa delle banche.

Gli interventi proposti, certamente perfettibili, intervengono tuttavia proprio sulle aree di maggiore debolezza prima richiamate; il Governatore ha ricordato al sistema bancario in più occasioni la necessità di agire su di esse con maggiore incisività. Alcune di tali carenze sono state rilevate anche dal Fondo Monetario internazionale, nel recente FSAP.

Le nuove norme perseguono l'obiettivo di assicurare che il Consiglio di amministrazione governi efficacemente l'impresa bancaria chiedendo consiglieri congrui per numero e professionalità, nominati attraverso un processo trasparente che elimini la percezione di indebite interferenze, consapevoli del proprio ruolo, attivamente partecipi alle decisioni aziendali. E' un risultato cui le banche per prime dovrebbero tendere, ma sul quale l'iniziativa privata è finora risultata insufficiente.

Su alcuni punti delle proposte la critica è più vivace: si tratta delle disposizioni sul numero massimo di componenti del *board*, previsto per le banche più grandi, e di quelle sul ruolo non esecutivo del Presidente.

Sul primo aspetto, già le attuali disposizioni chiedono alle banche di evitare composizioni pletoriche del *board*. In numerosi interventi pubblici, il sistema bancario è stato

richiamato a una corretta applicazione di questo principio, sia per assicurare la funzionalità dell'organo, sia per i costi connessi con una compagine eccessivamente numerosa. Nonostante i richiami effettuati nel corso degli anni, il numero dei componenti dei *board* è rimasto ingiustificatamente elevato. Studi comparati confermano la pletoricità dei consigli delle banche italiane.
Sul secondo aspetto, relativo al ruolo del Presidente del Consiglio di amministrazione, vorrei sottolineare che le norme poste in consultazione mirano a valorizzarne la figura e non, come da taluno sostenuto, a svilirla. I compiti che gli vengono attribuiti sono cruciali per favorire la corretta dialettica endoconsiliare, l'effettivo bilanciamento dei poteri, l'assunzione di decisioni informate anche da parte degli amministratori non esecutivi. Ciò che la proposta chiede è di evitare la commistione di ruoli: il Presidente è, ed è opportuno che rimanga, una figura non esecutiva; se partecipa al Comitato esecutivo, è bene che lo faccia in veste di osservatore, non come compartecipe delle decisioni.

5. Il regime di responsabilità degli amministratori tra diritto comune e sanzioni di vigilanza

Dalle riflessioni sin qui svolte emerge che i compiti richiesti agli amministratori sono molteplici e complessi. La Banca d'Italia esercita un controllo attento sul loro corretto assolvimento, concorrendo a determinare il regime di responsabilità a carico degli amministratori, insieme alle altre fonti del diritto (civile, penale).
L'esistenza di più piani di *enforcement* rispecchia la particolare natura dell'impresa bancaria, la cui attività incide non solo sugli azionisti e sui creditori direttamente collegati con la banca, ma su una ben più ampia e variegata categoria di risparmiatori e sulla collettività in generale.
Definire un regime ottimale di responsabilità non è semplice; numerose sono le implicazioni di cui tener conto, come suggerisce anche la letteratura economica. Un regime di responsabilità severo può indurre a comportamenti

diligenti da parte del *board*, rispettosi degli interessi richiamati, perché accresce il costo-opportunità di condotte irregolari. Tuttavia, se troppo afflittivo, può avere effetti indesiderati: un'eccessiva avversione al rischio nella gestione della società; la richiesta di compensi troppo elevati o di garanzie che possano schermare le condotte da eventuali azioni di responsabilità; la restrizione del novero di amministratori disposti a ricoprire il ruolo, anche con pericolosi effetti di selezione avversa (a vantaggio di manager più spregiudicati).

Ne discende che, per essere efficace, oltre che doverosamente equa, l'irrogazione di sanzioni amministrative da parte della Banca d'Italia deve soddisfare l'esigenza di garantire un regime equilibrato.

Come confermato dalla giurisprudenza, le fattispecie sanzionatorie presuppongono sempre che la violazione sia imputabile all'autore a titolo di dolo o di colpa, in ragione di una sua azione od omissione cosciente e volontaria. La Banca d'Italia pone attenzione al fatto che, pur a fronte della progressiva dilatazione dei compiti del Consiglio di amministrazione e di una azione di Vigilanza sempre più incisiva, non si vada a sanzionare una responsabilità meramente oggettiva degli amministratori[2].

Nell'ambito del sistema sanzionatorio, la responsabilità che scaturisce da atti compiuti dagli amministratori individualmente, in quanto titolari di deleghe di poteri o di particolari cariche (es. Presidente), si distingue da quella che essi assumono in ragione della propria azione o omissione in seno all'organo consiliare di cui fanno parte.

[2] Come noto, il sistema sanzionatorio delineato dal TUB (art. 144) è tradizionalmente imperniato sulla responsabilità della persona fisica che ha commesso la violazione. Quella solidale, per il pagamento della sanzione della banca a cui appartiene chi ha commesso la violazione, è temperata dall'obbligo dell'ente di esercitare il regresso verso i responsabili. L'individuazione dei soggetti responsabili sulla base delle funzioni effettivamente esercitate garantisce inoltre la neutralità del sistema sanzionatorio rispetto alle scelte del modello di governance adottato.

Gli amministratori non esecutivi, in particolare, possono esser chiamati a rispondere per non aver adempiuto ai doveri di controllo e propulsivi connessi con l'obbligo di vigilare sull'andamento generale della gestione che la disciplina societaria e quella bancaria impongono loro. Di recente la giurisprudenza ha evidenziato come il generale dovere di "agire informati" dei consiglieri non esecutivi si atteggi in modo particolarmente stringente in materia di organizzazione e governo societario delle banche. Ciò anche in ragione degli interessi protetti dall'art. 47 della Costituzione - tutela del risparmio ed esercizio del credito - che sostanziano la specialità dell'impresa bancaria[3].

Sin qui il regime attuale. E' noto che con il recepimento della direttiva CRD IV il sistema sanzionatorio in campo bancario sarà interessato da profonde modifiche. Le sanzioni potranno essere irrogate, non solo nei confronti delle persone fisiche, ma anche delle banche stesse; i massimali delle misure pecuniarie aumenteranno significativamente. Il novero degli strumenti di vigilanza si amplierà: si pensi ai provvedimenti del *public warning*, del *cease and desist* e del *temporary ban*, che consentiranno di intervenire in maniera più calibrata e tempestiva. Nella stessa direzione si colloca la prospettata attribuzione alla Banca d'Italia del potere di rimuovere, nei casi più gravi, gli esponenti aziendali, come sollecitato anche dal Fondo Monetario. Il medesimo potere è previsto, in capo all'Autorità di vigilanza, nella prossima direttiva sulla gestione delle crisi bancarie (cd. BRRD) e, in capo alla BCE, nel Regolamento sul sistema di supervisione unico.

[3] Il loro dovere di agire informati non si esaurisce, nelle banche, nel ricevere le informazioni che gli amministratori delegati forniscono. Essi sono compartecipi delle decisioni assunte dall'intero Consiglio e hanno, come ribadito dalla suprema Corte, "l'obbligo di contribuire ad assicurare un governo efficace dei rischi in tutte le aree della banca e di attivarsi in modo da poter utilmente ed efficacemente esercitare una funzione dialettica e di monitoraggio sulle scelte compiute dagli organi esecutivi attraverso un costante flusso informativo" (così Cass., 5.2.2013 n.ri 2737, 2738 e 2739).

L'obiettivo è di accrescere l'efficacia e la gradualità delle misure che possono essere irrogate dalle autorità di vigilanza. Anche nel nuovo contesto la Banca d'Italia, nell'esercizio concreto delle sue funzioni di vigilanza e nell'ambito dei poteri di intervento e sanzionatori attribuiti dal Regolamento sul sistema di supervisione unico, perseguirà l'equilibrio complessivo del sistema e il rispetto dei principi prima richiamati.

Conclusioni

Nell'esercitare i compiti che l'ordinamento gli assegna, l'amministratore di una qualsiasi impresa deve operare con diligenza e rispondere del proprio operato.

Questo principio assume per una banca connotati particolari: implica consapevolezza della peculiarità della gestione bancaria e coscienza della molteplicità degli interessi in gioco; richiede di basare le scelte di erogazione 18
del credito sul merito dei prenditori e di fondare le relazioni con la clientela su canoni di trasparenza e correttezza; raccomanda di perseguire l'efficienza e di preservare la fiducia del pubblico in ogni circostanza; impone di non farsi influenzare da modelli quantitativi sofisticati ma deboli, di non avventurarsi in rischi eccessivi, al di fuori della capacità di controllo e di gestione aziendale.

La declinazione di tale principio richiede, in sintesi, competenza, professionalità, capacità di visione strategica, autonomia di giudizio.

Per l'amministratore esecutivo di una banca, ciò vuol dire svolgere la propria funzione con apertura al confronto ma anche al riparo da indebite ingerenze di azionisti, rappresentanti del territorio, gruppi di interesse; per un consigliere non esecutivo o indipendente, significa contribuire alla dialettica del *board*, agendo in modo informato e rapportandosi al management con autorevolezza; per il Presidente mantenere un ruolo *super partes* a garanzia del corretto funzionamento del *board* e della circolarità delle informazioni.

Un buon *board* non è solo un presidio di stabilità, ma una potente leva competitiva. Alcuni fattori evolutivi porteranno a un miglior funzionamento del sistema bancario europeo, eliminando frammentazioni e accrescendo la competizione. Altri aumenteranno le informazioni a disposizione di azionisti e creditori e i loro incentivi a monitorare l'attività delle banche. Si leverà più forte la voce di chi sollecita assetti di governo societario solidi, idonei a ridurre i rischi di perdite a carico dei finanziatori.
Oggi, come domani, una gestione corretta e professionale del *board* è il miglior segnale che si può dare al mercato sull'affidabilità di una banca e sulla sua capacità di tutelare adeguatamente il risparmio.

ADERENTI ALLA ASSOCIAZIONE PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E DI BORSA

Alba Leasing S.p.A.
Allianz Bank Financial Advisors, S.p.A.
Asset Banca S.p.A.
Associazione Nazionale per le Banche Popolari
Banca Agricola Commerciale della Repubblica di San Marino
Banca Agricola Popolare di Ragusa
Banca Akros S.p.A.
Banca di Bologna
Banca della Campania S.p.A.
Banca Carige S.p.A.
Banca Carime S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.
Banca Credito Cooperativo di Cambiano
Banca Fideuram S.p.A.
Banca del Fucino S.p.A.
Banca di Imola S.p.A.
Banca Mediolanum S.p.A.
Banca del Mezzogiorno S.p.A. - MCC
Banca della Nuova Terra S.p.A.
Banca di Piacenza
Banca del Piemonte S.p.A.
Banca Popolare dell'Alto Adige S.p.A.
Banca Popolare di Ancona S.p.A.
Banca Popolare di Bari
Banca Popolare di Bergamo S.p.A.
Banca Popolare di Cividale Scpa.
Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A.
Banca Popolare dell'Emilia Romagna
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio
Banca Popolare di Marostica
Banca Popolare del Mezzogiorno S.p.A.
Banca Popolare di Milano
Banca Popolare di Puglia e Basilicata
Banca Popolare Pugliese
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.
Banca Popolare di Sondrio
Banca Popolare Valconca S.p.A
Banca Popolare di Vicenza
Banca Regionale Europea S.p.A.
Banca di San Marino S.p.A.
Banca di Sassari S.p.A.
Banca Sella Holding S.p.A.
Banca del Sud S.p.A.
Banca Tercas S.p.A.
Banca Valsabbina Scpa
Banco di Brescia S.p.A.
Banco di Desio e della Brianza
Banco Popolare Scpa
Banco di Sardegna S.p.A.
BCC di Spello e Bettona
BNL Gruppo Bnp Paribas
Carifermo S.p.A.
Cassa Lombarda S.p.A.

Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.
Cassa di Risparmio di Cento S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.
Cassa di Risparmio Friuli Venezia Giulia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Pistoia e della Lucchesia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.
Cassa Risparmio di Rimini S.p.A.
Cassa di Risparmio di San Miniato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.
Cassa di Risparmio del Veneto S.p.A.
Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.
Cedacri S.p.A.
Credito Bergamasco S.p.A.
Credito Emiliano S.p.A.
Credito Industriale Sammarinese S.p.A.
Credito di Romagna S.p.A.
Credito Siciliano S.p.A.
Credito Valtellinese
CSE - Consorzio Servizi Bancari
Deutsche Bank S.p.A.
Extra Banca S.p.A.
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo
Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.
Ing Direct
Intesa SanPaolo S.p.A.
Istututo Bancario Lavoro S.p.A.
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.
SEC Servizi Scpa
SIA S.p.A.
State Street Bank S.p.A.
UBI Banca Scpa
UBI Banca Private Investment S.p.A.
UBI Pramerica SGR S.p.A.
Unicredit S.p.A.
Unipol Banca S.p.A.
Veneto Banca Scpa

Amici dell'Associazione
Arca SGR S.p.A.
Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno
Carta Si S.p.A.
Consilia-Business Management
Crif Decision Solution S.p.A.
KPMG Advisory S.p.A.
Oasi Diagram S.p.A.
Pitagora S.p.A.
Unione Fiduciaria S.p.A.

ELENCO DEGLI ULTIMI QUADERNI PUBBLICATI

PER L'ELENCO COMPLETO DELLE PUBBLICAZIONI ASSBB CONSULTARE IL SITO www.assbb.it

I testi precedenti sono disponibili a richiesta

N. 250 **"BANCA, IMPRESA E MERCATI: LA SFIDA DELLO SVILUPPO" Commenti**
C. Faissola - M. Perini - G. Vegas - aprile 2009

N. 251 **"QUALE BANCA DOPO LA CRISI" Commenti** M. Lossani - A. Baglioni - E. Beccalli - P. Bongini - E. Panetta - A. Sironi - marzo 2009

N. 252 **"NUOVE REGOLE PER UN'ATTIVITÀ BANCARIA ETICA."**
"COMPORTAMENTI DEL BUON BANCHIERE" Commenti T. Bianchi - marzo 2010

N. 253 **"LE BANCHE NELL'ATTUALE MERCATO E L'OPINIONE DEI CLIENTI"**
N. Pagnoncelli - aprile 2010

N. 254 **"LA GESTIONE DEL CREDITO NELL'ATTUALE FASE ECONOMICA"**
F. Bellotti - D. Gronchi - F. Kerbaker - marzo 2010

N. 255 **"LA CONGIUNTURA, LA DINAMICA DEL CREDITO E LA STRUTTURA FINANZIARIA DELLE IMPRESE"**
M. Lossani - F. De Novellis - F. Panetta - G. De Felice - giugno 2010

N. 256 **"REGOLE E MERCATO"**
V. Conti - I. Visco - C. Faissola - giugno 2010

N. 257 **"LA GESTIONE DEL CREDITO NELL'ATTUALE FASE ECONOMICA"**
G. Viciago - E. La Mecca - V. Missab - L. Moscatello - C. Salvatori - luglio 2010

N. 258 **"LEZIONI SULLA FORMAZIONE DEL SISTEMA BANCARIO ITALIANO"**
G. Conti - A. Cova - S. La Francesca - dicembre 2010

N. 259 **"ANSIA PER I DEBITI SOVRANI: UNA QUESTIONE MORALE PER LE BANCHE"**
T. Bianchi - marzo 2011

N. 260 **"ASPETTI REPUTAZIONALI DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI"**
I. Pagnoncelli - aprile 2011

N. 261 **"LE PROSPETTIVE DELLA REDDITIVITÀ"**
A. banfi - G. Piccini - C. Salvatori - aprile 2011

N. 262 **"SCENARI DI CONTESTO ECONOMICO"**
L. Lossaci - R. Sabbatini - A. Campenile - aprile 2011

N. 263 **"IL FUNDING DELLE BANCHE ITALIANE: PROBLEMI E PROSPETTIVE"**
G. Vaciago - M. Bianconi - G. De Felice - maggio 2011

N. 264 **"GLI SCENARI DELLA REGOLAMENTAZIONE E DEI CONTROLLI: COSTI ED OPPORTUNITÀ PER L'INDUSTRIA BANCARIA E FINANZIARIA"**
R. Ranci - V. Conti - G. Sabatini - A.M. Tarantola - giugno 2011

N. 265 **"ALLA RICERCA DELL'EQUILIBRIO DI MEDIO/LUNGO PERIODO NELLE GESTIONI BANCARIE"**
Prof. Tancredi Bianchi, Professore Emerito nell'Università Bocconi di Milano - marzo 2012

N. 266 **"TRE PROTAGONISTI DEL NOVECENTO: MENICHELLA, MATTIOLI, DELL'AMORE"**
G. Conti - A. Cova - S. La Francesca - aprile 2012

N. 265 **"ALLA RICERCA DELL'EQUILIBRIO DI MEDIO/LUNGO PERIODO NELLE GESTIONI BANCARIE"**
Prof. Tancredi Bianchi, Professore Emerito nell'Università Bocconi di Milano - marzo 2012

N. 266 **"TRE PROTAGONISTI DEL NOVECENTO: MENICHELLA, MATTIOLI, DELL'AMORE"**
G. Conti - A. Cova - S. La Francesca - aprile 2012

N. 267 **"LO SCENARIO ECONOMICO"**
M. Lossani - A. Generale - P. Bongini - aprile 2012

N. 268 **"RISCHIO, REGOLE E RESPONSABILITÀ"**
P. Ranci - A. Baglioni - V. Conti - L.F. Signorini - aprile 2012

N. 269 **"LE SFIDE DELLA COMPLESSITÀ: IL RUOLO DELLE RISORSE STRATEGICHE"**
A. Banfi - F. Micheli - G. Sabatini - C. Dell'Aringa - aprile 2012

N. 270 **"RISCHIO, REGOLE E RESPONSABILITÀ"**
A. Enria - G. Mussari - maggio 2012

N. 271 **"LE SFIDE DELLA COMPLESSITÀ: LE IMPLICAZIONI SULL'ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE"**
G. Vaciago - M. Massacesi - G. Zadra - marzo 2012

N. 272 **"QUANDO FINISCONO LE CRISI"**
G. Vaciago - febbraio 2013

N. 273 **"QUALE MODELLO DI BANCA PER LE SFIDE DEL FUTURO?"**
T. Bianchi - F. Panetta - marzo 2013

N. 274 **"IL SISTEMA BANCARIO ITALIANO NELL'ECONOMIA GLOBALE (1970 - 2000)"**
G. Conti - A. Cova - S. La Francesca - giugno 2013

N. 275 **"QUALE MODELLO DI BANCA PER LE SFIDE DEL FUTURO?"**
II PARTE
G. Vaciago - M. Onado - G. Sabatini - V. Conti - luglio 2013

N. 276 **"BANCHE E IMPRESE DI FRONTE ALLA SFIDA DELLA GLOBALIZZAZIONE: IL PUNTO DI VISTA DELLE BANCHE"**
A. Banfi - G. Ajassa - G. de Felice - A. Santilli - A. Cataldo - marzo 2013

N. 277 **"L'EUROPA TRA CRISI E INTEGRAZIONE: EFFETTI SULLE BANCHE"**

M. Lossani - A. Baglioni - D. Focarelli - marzo 2013

N. 278 **"LE CRISI BANCARIE IN ITALIA NELL'OTTOCENTO E NEL NOVECENTO: CAUSE E SVOLGIMENTI"**
C. Conti - A. Cova - S. La Francesca - maggio 2014

N. 279 **"BANCHE E IMPRESE DOPO LA LUNGA RECESSIONE: LA SFIDA DELLA CRESCITA"**
M. Lossani - P. Sella - A. Bombassei - giugno 2014

N. 280 **"BANCA E MERCATO DEI CAPITALI AL SERVIZIO DELL'IMPRESA: IL FINANZI AMENTO DEGLI INVESTIMENTI E DELL'INTERNAZIONALIZZAZIONE"**
G. Vaciago - I. Cipolletta - G. Costa - G. Sabatini - C. Salvatori - A. Baban - marzo 2014

N. 267 **"LO SCENARIO ECONOMICO"**
M. Lossani - A. Generale - P. Bongini - aprile 2012

N. 268 **"RISCHIO, REGOLE E RESPONSABILITÀ"**
P. Ranci - A. Baglioni - V. Conti - L.F. Signorini - aprile 2012

N. 269 **"LE SFIDE DELLA COMPLESSITÀ: IL RUOLO DELLE RISORSE STRATEGICHE"**
A. Banfi - F. Micheli - G. Sabatini - C. Dell'Aringa - aprile 2012

N. 270 **"RISCHIO, REGOLE E RESPONSABILITÀ"**
A. Enria - G. Mussari - maggio 2012

N. 271 **"LE SFIDE DELLA COMPLESSITÀ: LE IMPLICAZIONI SULL'ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE"**
G. Vaciago - M. Massacesi - G. Zadra - marzo 2012

N. 272 **"QUANDO FINISCONO LE CRISI"**
G. Vaciago - febbraio 2013

N. 273 **"QUALE MODELLO DI BANCA PER LE SFIDE DEL FUTURO?"**
T. Bianchi - F. Panetta - marzo 2013

N. 274 **"IL SISTEMA BANCARIO ITALIANO NELL'ECONOMIA GLOBALE (1970 - 2000)"**
G. Conti - A. Cova - S. La Francesca - giugno 2013

N. 275 **"QUALE MODELLO DI BANCA PER LE SFIDE DEL FUTURO?"**
II PARTE
G. Vaciago - M. Onado - G. Sabatini - V. Conti - luglio 2013

N. 276 **"BANCHE E IMPRESE DI FRONTE ALLA SFIDA DELLA GLOBALIZZAZIONE: IL PUNTO DI VISTA DELLE BANCHE"**
A. Banfi - G. Ajassa - G. de Felice - A. Santilli - A. Cataldo - marzo 2013

N. 277 **"L'EUROPA TRA CRISI E INTEGRAZIONE: EFFETTI SULLE BANCHE"**
M. Lossani - A. Baglioni - D. Focarelli - marzo 2013

N. 278 **"LE CRISI BANCARIE IN ITALIA NELL'OTTOCENTO E NEL NOVECENTO: CAUSE E SVOLGIMENTI"**
C. Conti - A. Cova - S. La Francesca - maggio 2014

N. 279 **"BANCHE E IMPRESE DOPO LA LUNGA RECESSIONE: LA SFIDA DELLA CRESCITA"**
M. Lossani - P. Sella - A. Bombassei - giugno 2014

N. 280 **"BANCA E MERCATO DEI CAPITALI AL SERVIZIO DELL'IMPRESA: IL FINANZIAMENTO DEGLI INVESTIMENTI E DELL'INTERNAZIONALIZZAZIONE"**
G. Vaciago - I. Cipolletta - G. Costa - G. Sabatini - C. Salvatori - A. Baban - giugno 2014

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell'Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: bpci-assbb@bpci.it - sito web: www.assbb.it

Stampato da Grafica Briantea Srl - Usmate (MI)
novembre 2014