

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO

2/2016

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo Gemelli, 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



Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 2/2016

Autori del presente rapporto sono: Marco Lossani (Introduzione), Angelo Baglioni (cap. 1), Andrea Boitani e Andrea Monticini (cap. 2), Alberto Banfi e Francesca Pampurini (cap. 3), Maria Luisa Di Battista e Laura Nieri (cap. 4), Alberto Banfi (cap. 5).

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Barbara Caprara.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 29 giugno 2016.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; lab.monetario@unicatt.it; www.assbb.it

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli, 1

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (Direttore), A. BAGLIONI, A. BANFI, D. DELLI GATTI
P. GIARDA, P. RANCI, G. VACIAGO, G. VERGA

INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE	pag. 1
1. UNIONE BANCARIA EUROPEA: I PROBLEMI ANCORA APERTI	pag. 3
1. La risoluzione delle banche in crisi	3
2. Assicurazione dei depositi	7
3. Il Meccanismo Unico di Supervisione	8
4. Conclusione: l'unione bancaria ha raggiunto i suoi obiettivi?	11
2. CREDITI DETERIORATI, CICLO ECONOMICO E RISCHIO BANCARIO	13
1. I crediti deteriorati in Italia: uno sguardo ad alcune statistiche	14
2. I crediti deteriorati e il peso della crisi	16
3. Le determinanti dei NPL: un'analisi econometrica	17
4. Conclusioni	25
3. L'IMPATTO DELLE NUOVE REGOLE DI RISOLUZIONE DELLA CRISI SUGLI STRUMENTI SOTTOPOSTI AL BAIL IN: UNA VERIFICA	26
1. Le nuove modalità di risoluzione e gli effetti sui prezzi degli strumenti emessi dalle banche	26
2. L'analisi di impatto sui prezzi: il campione considerato	28
3. L'evoluzione dei prezzi degli strumenti emessi dalle banche	30
4. Andamento dei prezzi ed eventi rilevanti per le banche italiane	33
5. Il confronto tra i prezzi dei titoli subordinati e degli altri strumenti finanziari	35
6. Conclusioni	37
4. IL FONDO ATLANTE: UN PICCOLO PASSO PER LA SOLUZIONE AL PROBLEMA DEI CREDITI DETERIORATI (E NON SOLO)	38
1. Il Fondo Atlante	39
2. L'intervento nel capitale delle banche	42
3. Il ruolo del Fondo Atlante nei <i>Non Performing Loan</i>	44
4. Conclusioni	49
5. RECENTI INTERVENTI A SOSTEGNO DELL'ATTIVITA' DELLE BANCHE ITALIANE: IL PARERE DEGLI OPERATORI	51
1. Le nuove disposizioni per la gestione delle crisi bancarie	51
2. Il Fondo Atlante e il sostegno alla stabilità del sistema bancario	52
3. Le opinioni degli operatori	55
4. Conclusioni	58



SINTESI

Questo numero di Osservatorio monetario viene interamente dedicato all'analisi di alcune questioni aperte riguardanti l'industria bancaria italiana.

Il primo capitolo presenta una panoramica dei problemi ancora aperti nella attuazione del progetto di Unione bancaria europea. Pur riconoscendo che esso rappresenta il più importante progetto di integrazione tra i paesi dell'area euro realizzato negli anni recenti, il capitolo discute alcuni aspetti controversi. Il primo riguarda la attuazione della nuova disciplina sulla gestione delle crisi bancarie, che ha introdotto il ben noto principio del *bail-in*: la sua applicazione retroattiva e alla clientela al dettaglio appare molto discutibile. Sempre con riferimento alla gestione delle crisi, la *governance* e le risorse a disposizione del *Single Resolution Mechanism* presentano evidenti limiti. Un altro problema deriva dalla mancata attuazione del terzo pilastro del progetto: il sistema europeo di assicurazione dei depositi. Infine, non mancano problemi aperti nell'area della vigilanza unica: le distorsioni nazionali non sembrano del tutto superate; il processo di supervisione SREP potrebbe essere più trasparente; infine, l'assetto della vigilanza macro-prudenziale è ancora troppo frammentato.

Il secondo capitolo si occupa di crediti deteriorati e del loro legame con l'andamento del ciclo economico. E' noto come la letteratura economica abbia teso a separare e misurare le determinanti dei crediti deteriorati tra "macroeconomiche" e "bank-specific" seguendo varie metodologie e concentrandosi sui crediti deteriorati aggregati delle banche oppure cercando di distinguere

eventuali effetti differenziati dei diversi tipi di crediti. Nel lavoro svolto si è invece seguita una strada diversa, cercando di stimare l'effetto che la crescita (o la decrescita) del Pil ha avuto sulla variazione dei NPLs (a livello aggregato) nei diversi paesi europei. Ciò al fine di individuare il peso della determinante macroeconomica fondamentale e il (possibile) ruolo giocato dalle politiche di consolidamento fiscale messe in atto, con differente intensità e differenti impatti, nei diversi paesi.

Lo svolgimento dell'esercizio econometrico ha fatto riferimento a cinque nazioni dell'area euro (Italia, Portogallo, Spagna, Francia e Germania) e a un Paese europeo che non fa parte dell'area euro: la Svizzera. I risultati ottenuti sono di qualche interesse. L'elasticità dei crediti deteriorati al PIL è molto elevata in Italia, Francia e Spagna, minore in Germania (e non significativa in Svizzera e Portogallo). Ciò significa che nei tre grandi paesi "latini" l'andamento dei crediti deteriorati è più sensibile al ciclo economico che negli altri paesi esaminati. Inoltre, l'esercizio sembra confermare che le politiche di austerità, varate in Spagna e Italia dal 2011, abbiano contribuito a peggiorare la qualità del credito bancario (innescando e rafforzando una seconda lunga recessione) e, conseguentemente, ad accrescere la rischiosità dei sistemi bancari di queste due nazioni. Non altrettanto si può dire per Francia e Germania, paesi in cui le misure di austerità – se ci sono state – sono comunque state di minore intensità.

Ciò induce a pensare che una corretta valutazione del rischio di credito dei singoli istituti dovrebbe tenere adeguatamente conto dell'effetto, cumulato negli anni, degli andamenti macroeconomici sulla dinamica dei crediti deteriorati. Ovvero si dovrebbe pensare a individuare e valutare la dinamica e



il livello del rapporto tra crediti deteriorati e crediti lordi al netto del ciclo, anche al fine di costruire misure di regolazione opportunamente tarate sui singoli paesi e non pro-cicliche, come invece rischiano di essere quelle basate sul malinteso principio che *one size fits all*.

Nel terzo capitolo viene analizzato il comportamento dei prezzi degli strumenti finanziari emessi dalle banche italiane, quotati su un mercato regolamentato e potenzialmente assoggettabili a *bail in*: le azioni, le obbligazioni subordinate e le obbligazioni non subordinate. L'obiettivo dell'analisi è quello di verificare se gli investitori che hanno acquistato tali strumenti siano effettivamente consapevoli del diverso contenuto di rischio che li caratterizza e se l'entrata in vigore della nuova normativa *sul bail in* abbia in qualche modo alterato le aspettative e la percezione del rischio di coloro che avevano acquistato questi strumenti in un periodo in cui si era soliti far ricorso alle procedure di *bail out* per salvare le banche che si trovavano in situazioni di difficoltà. Nel capitolo si chiarisce come, nella realtà dei fatti, la nuova normativa *sul bail in* non modifichi i diritti delle diverse categorie di investitori, ma introduca unicamente un divieto all'utilizzo di capitali esterni (pubblici) per il salvataggio delle banche in crisi. Ciò significa che l'introduzione della nuova normativa non dovrebbe aver impattato sulle aspettative di coloro che detengono azioni bancarie (e dunque sui prezzi di queste ultime), in quanto l'investimento azionario è da sempre ritenuto un investimento rischioso il cui valore si azzerà in caso di default. Analogamente, anche per i detentori di obbligazioni non subordinate, le prospettive non dovrebbero cambiare molto in quanto è stato ribadito più volte che l'eventualità che il loro valore venga intaccato in caso di default è davvero molto remota. Solo per i

possessori di obbligazioni subordinate vi è un peggioramento rispetto alla situazione precedente.

I risultati del lavoro svolto sembrano confermare quanto appena esposto; infatti, evidenziano come a reazioni condizionate eccessivamente da fattori "non razionali" – che hanno portato a improvvise flessioni dei prezzi dei titoli maggiormente esposti dal cambiamento delle regole di risoluzione – sono quasi subito seguiti opportuni e più coerenti aggiustamenti di prezzo. Gli strumenti finanziari quali le azioni e le altre obbligazioni non hanno subito particolari condizionamenti ancorché qualche movimento anomalo di prezzo superiore alle attese si è verificato nel caso delle obbligazioni.

Il quarto capitolo si concentra sull'analisi di alcune caratteristiche del Fondo Atlante di recente costituzione: Vengono dapprima esaminati i suoi aspetti strutturali, operativi e di *governance*. In seguito, si analizza la prima area di business in cui interviene il Fondo ovvero la sottoscrizione di partecipazioni nel capitale di banche in difficoltà e gli interventi in corso o già compiuti. Il capitolo è successivamente dedicato alla valutazione della seconda attività del Fondo, quello dell'investimento in NPL e si sofferma sulla GACS, misura che può agire in modo complementare all'intervento di Atlante sui NPL. Infine, vengono svolte alcune simulazioni utili a valutare le potenzialità di Atlante nella riduzione delle sofferenze. Nel complesso, la costituzione del Fondo Atlante - così come i vari provvedimenti legislativi adottati nel corso degli ultimi 12 mesi - possono essere considerati 'un piccolo passo nella giusta direzione'. I dati riportati e l'esercizio svolto mostrano che la 'potenza di fuoco' diretta del Fondo è limitata rispetto alla dimensione



dell'obiettivo. Inoltre, il Fondo, riconducibile per oltre il 50% a banche con un ampio stock di sofferenze, si troverà a dover gestire un inevitabile conflitto di interesse. Conflitto che si concretizzerà anche nel caso di sottoscrizione di NPL di banche di cui il Fondo ha acquisito la maggioranza del capitale grazie al suo intervento di *turn around*.

Nel quinto e ultimo capitolo vengono presentati i risultati di un sondaggio – condotto tra diversi operatori del settore bancario e finanziario – volto a raccogliere giudizi relativi agli interventi e fatti che si sono susseguiti in questi ultimi mesi all'interno dell'industria bancaria italiana. In particolare, l'attenzione del sondaggio è stata posta sulla nuova gestione delle crisi bancarie, sui primi risultati dell'attività del Fondo Atlante nonché sulle attese riguardo un allentamento delle tensioni complessive che stanno caratterizzando l'intero comparto dell'intermediazione finanziaria nel nostro paese. Le risposte emerse sono interessanti. In primo luogo, vi è consenso unanime nel considerare obbligata la soluzione dell'intervento solidale tra banche rappresentato dal Fondo Atlante. Non tutti i rispondenti sono però concordi riguardo la capacità del Fondo di sopportare da solo il peso degli interventi richiesti (e che saranno presumibilmente richiesti anche in futuro) a favore delle banche in difficoltà. Ugualmente privo di unanimità è anche il parere riguardo il successo dell'insieme dei provvedimenti finora emanati nel costituire un effettivo miglioramento dell'"ambiente" in cui stanno operando le nostre banche; sono tanti gli interventi che vengono invocati, la cui realizzabilità non può essere così immediata, o comunque – che anche se fosse – i loro effetti non potranno palesarsi solo nel medio termine.



EUROPA ALLO SBANDO?♦

Quanto a lungo temuto è avvenuto. Al termine di un testa a testa infinito, lo scorso 23 giugno l'elettorato britannico si è espresso a favore di Brexit. Dopo 43 anni di partecipazione al processo di integrazione europea – fatta di alti e bassi e, soprattutto, di una decisa riluttanza dimostrata ogniqualevolta si cercava di accelerare verso la creazione di una “*closer union*” in ambito politico – il Regno Unito abbandona l'Unione Europea.

(Quasi) all'improvviso ci si ritrova nuovamente a discutere delle fragilità della costruzione europea, dell'incapacità di ascolto delle élites, dell'avanzata dei movimenti populistici anti-europeisti. Tuttavia, senza sottovalutare i limiti e le responsabilità di chi ha guidato (con scarso successo) la casa europea in questi ultimi anni, non va dimenticato che l'esito del referendum britannico ha posto in evidenza la presenza di diverse linee di frattura interne alla regione europea, non tutte riconducibili a forze centrifughe rispetto a Bruxelles. All'indomani del voto pro-Brexit si registra infatti non solo la richiesta scozzese di un (nuovo) referendum indipendentista (con possibilità di successiva adozione dell'Euro); ma anche la richiesta di secessione dell'Irlanda del Nord per dar luogo a una unica nazione irlandese, aderente all'Eurozona.

Rimane elevatissima l'incertezza. Sul fronte politico, per via di un possibile effetto domino che potrebbe innescare votazioni anti-europeiste in altre nazioni dell'Unione Europea. Sul fronte economico-finanziario, per via della difficoltà a prefigurare lo scenario che farà da sfondo alle relazioni commerciali e finanziarie tra Regno

Unito, Unione Europea e resto del Mondo. L'uscita del Regno Unito dalla Unione Europea è assimilabile un ampio shock negativo alla capacità competitiva del sistema economico britannico. La necessità di riscrivere trattati commerciali con più di 50 stati-nazione unita alla impossibilità – per le istituzioni finanziarie aventi attualmente sede nel Regno Unito – di godere del cosiddetto passaporto finanziario, avranno conseguenze di non poco conto sui livelli di occupazione e di reddito britannici (come peraltro ampiamente documentato da numerosi studi realizzati nei mesi precedenti il referendum). A ciò va aggiunto l'effetto negativo causato dalla limitazione alla mobilità della forza lavoro proveniente da altri paesi UE. Nel giro di qualche lustro, la popolazione britannica risulterà più piccola e più vecchia di quanto sarebbe stato in assenza di Brexit, con ulteriori conseguenze negative per la dinamica del potenziale di crescita nel lungo periodo.

Le reazioni dei mercati non si sono fatte attendere. La sterlina ha registrato una forte caduta sui mercati valutari. I tassi di interesse sui titoli di stato considerati sicuri – Treasury e Bund in testa – sono ulteriormente diminuiti, per effetto di un *flight to quality* e della ricerca di un porto sicuro che ha contemporaneamente innescato un nuovo aumento degli spread sovrani (sia nei paesi emergenti che in quelli periferici dell'Eurozona). Inoltre, a ulteriore dimostrazione della decisa ripresa dell'incertezza e del ritorno a una consistente avversione globale nei confronti del rischio, si è manifestata la flessione delle principali borse (non solo europee), trascinate verso il basso dalla caduta delle quotazioni di molti istituti bancari.

♦ A cura di Marco Lossani



Come affermato dal Governatore Draghi al Forum di Sintra urgono provvedimenti che servano a convincere gli operatori che l'Unione Europea non è un soggetto alla sbando. E che consentano di sciogliere una volta per tutte i nodi che affliggono il sistema bancario europeo: un problema – per usare le parole di Draghi – che “non possiamo permetterci di non risolvere”.



1. UNIONE BANCARIA EUROPEA: I PROBLEMI ANCORA APERTI♦

Introduzione

L'Unione bancaria europea rappresenta il più importante progetto di integrazione tra i paesi dell'area euro realizzato negli anni recenti. Al contrario di altre proposte avanzate nel dibattito di policy, quali ad esempio il coordinamento delle politiche fiscali, il potenziamento del bilancio comunitario, l'emissione di eurobond, l'unione bancaria è attualmente ad uno stadio avanzato di realizzazione. Essa ha comportato un significativo trasferimento di sovranità nel campo della supervisione bancaria e ha introdotto regole innovative nella gestione delle crisi bancarie. Lo sforzo organizzativo di realizzazione del Meccanismo di vigilanza unico, in tempi rapidi, non va sottovalutato.

Tuttavia, rimangono rilevanti aspetti controversi. Il primo riguarda la attuazione della nuova disciplina sulla gestione delle crisi bancarie, che ha introdotto il ben noto principio del bail-in. Sempre con riferimento alla gestione delle crisi, la governance e le risorse a disposizione del Single Resolution Mechanism (SRM) presentano evidenti limiti. Un altro problema deriva naturalmente dalla mancata attuazione del terzo pilastro del progetto: il sistema europeo di assicurazione dei depositi. Infine, non mancano problemi aperti nell'area della vigilanza unica, che è quella più avanzata nella realizzazione. In particolare, le distorsioni nazionali non sembrano del tutto superate, il processo di supervisione denominato SREP potrebbe essere più trasparente e l'assetto della vigilanza macro-prudenziale appare troppo frammentato. Questo capitolo si propone di discutere brevemente questi aspetti

tuttora problematici nella costruzione della Unione bancaria europea.¹

1. La risoluzione delle banche in crisi

1.1. Bail-in: problemi e possibili soluzioni

Uno degli aspetti maggiormente controversi dell'Unione bancaria è il cosiddetto bail-in, cioè il coinvolgimento degli azionisti e dei creditori bancari nelle procedure di risoluzione delle banche in crisi. Nonostante i problemi applicativi, sui quali ci soffermeremo tra breve, il principio del bail-in sembra in linea generale giustificato. All'origine di questo strumento, peraltro non l'unico, messo a disposizione delle autorità di risoluzione dalla BRRD, vi è una precisa necessità emersa durante la crisi finanziaria esplosa nel 2007/2008. La crisi stessa ha messo in evidenza il dilemma che si presenta tipicamente nella gestione dei dissesti bancari. Da un lato, la liquidazione di un intermediario di dimensioni significative può avere un impatto sistemico, tramite la rete di rapporti interbancari e/o a causa di una crisi di fiducia che può contagiare altri intermediari; il caso della Lehman Brothers è emblematico in questo senso. D'altro lato, il salvataggio di una banca da parte del settore pubblico pone un duplice problema: i) il costo dell'intervento per il bilancio pubblico; ii) il possibile effetto di azzardo morale, derivante dall'aspettativa di ulteriori salvataggi futuri: questo può generare un incentivo a comportamenti rischiosi, poiché chi gestisce gli intermediari finanziari può avere la presunzione che i profitti resteranno privati, mentre le eventuali perdite saranno socializzate. Per questi motivi, si è reso

¹ La trattazione presentata in questo capitolo è necessariamente sintetica. Per una discussione più approfondita di questi temi, mi permetto di rinviare il lettore al mio volume: *The European Banking Union. A Critical Assessment*, Palgrave Macmillan, 2016.

♦ A cura di Angelo Baglioni

necessario individuare una “terza via” nella gestione delle crisi bancarie: essa consiste nella possibilità di imporre perdite agli azionisti e creditori, al limite pari alle stesse che avrebbero sopportato in caso di liquidazione, ma allo stesso tempo salvaguardare la continuità della banca posta in risoluzione, o almeno di parte di essa. La “risoluzione” si configura così come un processo ibrido, nel quale la banca continua a svolgere le sue funzioni essenziali, ma allo stesso tempo la autorità di supervisione è dotata di potenti strumenti di intervento, a carico del management e degli stakeholders della banca stessa.

Nonostante il principio del bail-in sia condivisibile, per i motivi appena esposti, la applicazione concreta di quel principio si è rivelata problematica, per diversi motivi. Il primo aspetto critico è l’applicazione del bail-in alla clientela al dettaglio. Essa presuppone un livello di informazione e di capacità di valutazione del rischio, da parte dei piccoli risparmiatori, superiore a quella realisticamente ipotizzabile. E’ difficile che un cliente retail sia in grado di valutare il rischio di dissesto di una banca e soprattutto, quale sarebbe in tale caso la distribuzione delle perdite tra i diversi stakeholders della banca stessa, sulla base dell’ordine predisposto dalla BRRD. Nel caso delle quattro banche locali italiane, salvate nel novembre scorso applicando il *burden-sharing* (regime che ha anticipato il bail-in, seppure in forma più debole, a partire dal 2013), è emersa con tutta evidenza la lacunosità delle informazioni ricevute dalla clientela in relazione alle caratteristiche delle obbligazioni subordinate. I problemi generati dalla scarsità di informazioni sono stati acuiti dalla applicazione del bail-in agli strumenti finanziari già emessi: questa applicazione sostanzialmente retroattiva ha coinvolto risparmiatori che non avevano alcuna previsione del bail-in e dei suoi effetti al momento

della sottoscrizione di quegli strumenti. Sarebbe stato più opportuno applicare il bail-in solo agli strumenti di nuova emissione.

In futuro, si potranno fare passi avanti sul piano della trasparenza, comunicazione, educazione finanziaria, grazie sperabilmente a una maggiore attenzione a questi aspetti da parte delle banche e delle autorità di controllo (Consob e Banca d’Italia). Tuttavia, la soluzione più radicale sarebbe l’esenzione della clientela al dettaglio dalla applicazione del bail-in. Sfortunatamente, però, non sembra che questa soluzione sia praticabile nel breve termine, poiché essa richiederebbe una modifica della BRRD a poco tempo dalla sua entrata in vigore (1.1.2016, per la parte relativa al bail-in).

Una soluzione diversa, praticabile nel breve termine, è la seguente. La Autorità di risoluzione potrebbe usare il suo potere di definire il *Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities* (MREL), in modo tale da imporre che l’8% delle passività bancarie sia composto dalla somma di capitale e obbligazioni subordinate di nuova emissione (*contractual bail-in instruments*). Le nuove obbligazioni subordinate andrebbero collocate solo presso investitori istituzionali, mentre ne andrebbe vietata la vendita ai risparmiatori al dettaglio. Le attuali obbligazioni subordinate, nate in un periodo storico antecedente alla BRRD, dovrebbero essere oggetto di *buy-back* e annullamento. La finalità di questa proposta è quella di proteggere i risparmiatori al dettaglio dal bail-in in caso di salvataggio di una banca con sostegno pubblico, a carico dello Stato o del Fondo di risoluzione bancaria. Spieghiamo di seguito in maggiore dettaglio la proposta.

La Direttiva BRRD (art.45) prevede che l’autorità di risoluzione imponga un requisito (MREL), definito dal rapporto tra le passività bancarie che possono essere aggredite (“eligible”) in caso di



bail-in (tramite riduzione di valore o conversione di titoli di debito in azioni) e passività totali:

$$\text{MREL} = \frac{(\text{own funds} + \text{eligible liabilities})}{(\text{own funds} + \text{total liabilities})}$$

Le Autorità di risoluzione devono stabilire, per ogni banca, il valore minimo di questo rapporto. Esse possono anche imporre che il requisito sia (in parte) soddisfatto includendo tra le passività *eligible* strumenti provvisti di una apposita clausola contrattuale (*contractual bail-in instruments*): la clausola prevede che questi titoli siano aggrediti prima degli altri in caso di bail-in, e coerentemente siano rimborsati dopo gli altri in una normale procedura di insolvenza, cioè siano di fatto titoli subordinati (art.45, paragrafi 13-14). Le Autorità potrebbero usare questo potere per imporre che almeno l'8% delle passività bancarie sia composto dalla somma di capitale e *contractual bail-in instruments*:

$$\frac{(\text{own funds} + \text{contractual bail-in instruments})}{(\text{own funds} + \text{total liabilities})} \geq 8\%$$

Perché prendiamo come riferimento proprio l'8%? La ragione sta nel fatto che, in caso di aiuto pubblico nel salvataggio di una banca, la Direttiva BRRD impone che tale aiuto possa avvenire solo dopo che l'8% delle passività - detenute dai soggetti privati - sia stato aggredito dal bail-in. Questa condizione vale sia in caso di aiuto statale (art.37) sia in caso di intervento del Fondo di risoluzione (art.44). L'effetto dirompente del bail-in deriva proprio da questa condizione, perché essa impedisce a un governo di intervenire a sostegno di una banca in difficoltà, senza imporre perdite ai creditori e azionisti della banca stessa. Tuttavia, se una banca fosse obbligata a emettere passività subordinate (*contractual bail-in instruments*) in modo che esse rappresentino

(insieme al capitale) l'8% delle passività totali, gli altri creditori sarebbero al riparo dal bail-in in caso di sostegno pubblico. Queste nuove obbligazioni subordinate andrebbero collocate solo presso investitori istituzionali, mentre ne andrebbe vietata la vendita ai risparmiatori al dettaglio. Altrimenti si perderebbe lo scopo di tutelare il piccolo risparmiatore.

Se la soluzione appena esposta non risultasse praticabile, per le dimensioni delle emissioni obbligazionarie necessarie, una via alternativa sarebbe la potenziale esclusione del sostegno finanziario erogato dal Single Resolution Fund (SRF), gestito dal Single Resolution Board (SRB), dalla normativa sugli aiuti di Stato, limitatamente agli aspetti relativi al bail-in. Nell'ambito di un procedimento di risoluzione, il SRF può essere utilizzato per ridurre il carico di contributi da richiedere agli *stakeholders* della banca posta in risoluzione. Tuttavia, la BRRD prevede che tale intervento sia subordinato al coinvolgimento di azionisti e creditori privati, tramite cancellazioni di valore (*write-down*) di alcuni strumenti finanziari e/o conversioni di debito in azioni, per un controvalore di almeno l'8% del totale delle passività della banca. Questa previsione appare discutibile, alla luce del fatto che il SRB è una autorità sovra-nazionale, che può erogare aiuti secondo linee guida prestabilite, presumibilmente senza alterare il funzionamento del mercato interno. Sarebbe opportuno negoziare in sede europea, preso la Commissione in particolare, in modo che gli interventi a carico del SRF non siano considerati aiuti di Stato, così da evitare che essi facciano scattare il bail-in.

1.2. Single Resolution Mechanism: una governance complessa

Il meccanismo di risoluzione unico soffre non solo dei problemi legati al bail-in, sui quali ci siamo soffermati sopra, ma anche di problemi

relativi alla sua organizzazione e alla limitata disponibilità di risorse. La governance del SRM appare complessa e a rischio di interferenza politica. Infatti, la procedura prevista dalla BRRD prevede che, dopo che la risoluzione è stata avviata dalla dichiarazione della BCE attestante il fatto che una banca è “*failing or likely to fail*”, il SRB adotti uno schema di risoluzione della banca stessa, dove si prevedono i passi da compiere, le modalità specifiche di applicazione del bail-in, l’eventuale ricorso al SRF. Tuttavia, questo potere del SRB trova una limitazione nella possibilità data alla Commissione europea di avanzare obiezioni allo schema di risoluzione predisposto dal SRB, ed eventualmente di coinvolgere anche il Consiglio europeo. Il SRB è tenuto a rivedere il suo piano, tenendo conto delle eventuali osservazioni fatte dalla Commissione e dal Consiglio. Questo quadro rende il processo decisionale piuttosto tortuoso, e introduce la possibilità di una interferenza del Consiglio, che è un organo politico, nella gestione dei singoli casi di crisi bancarie. A nostro avviso, sarebbe stato più opportuno prevedere il coinvolgimento del Consiglio UE solo nella definizione delle regole a cui attenersi e delle risorse a disposizione per gestire le crisi bancarie, lasciando ad un organismo tecnico, come il SRB, il compito di stabilire le modalità specifiche di ogni singolo intervento. Ciò avviene ad esempio negli USA, dove la gestione delle crisi bancarie è delegata alla Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). Anche il coinvolgimento della Commissione andrebbe limitato, prevedendo che essa sia chiamata unicamente ad applicare la normativa sugli aiuti di Stato, senza la possibilità di porre altri tipi di obiezioni allo schema di risoluzione proposto dal SRB.

1.3. Single Resolution Fund: risorse limitate

Le risorse a disposizione del meccanismo di risoluzione unico sono versate dalle banche e alimentano il Single Resolution Fund, il quale può essere utilizzato per ridurre l’onere della risoluzione per gli stakeholders di una banca in crisi. Tuttavia, la dimensione del fondo è piuttosto limitata: 1% dei depositi coperti dalla assicurazione, equivalente a circa 55 miliardi di euro, da raggiungere gradualmente in un periodo di transizione lungo otto anni (entro il 1.1.2024). Anche la mutualizzazione delle risorse nazionali avviene con gradualità durante lo stesso periodo di transizione. Questa limitatezza di risorse è solo in parte compensata dalla possibilità che il SRB raccolga contributi ex-post dalle banche, addizionali rispetto a quelli versati ex-ante per costituire il SRF, e contragga presiti con intermediari finanziari o con alcuni governi.

La scarsità di risorse a disposizione del SRM rende necessario predisporre un *fiscal backstop* comunitario. Un candidato naturale a svolgere questo ruolo è il Fondo Europeo di Stabilità *European Stability Mechanism* (ESM). L’idea di introdurre la possibilità che il SRB possa prendere a prestito risorse dallo ESM è stata avanzata da più parti nel dibattito di policy e appoggiata anche dal documento divenuto noto come “Rapporto dei cinque Presidenti”². Tuttavia essa sembra ancora lontana dalla sua realizzazione. In questo quadro, l’unica sorta di *common fiscal backstop* esistente è il *Direct Refinancing Instrument* (DRI): questo è uno strumento di intervento, a disposizione dello ESM, che è stato introdotto nel 2013 in aggiunta alle altre forme di intervento, e che consente allo ESM di partecipare direttamente alla ricapitalizzazione di banche in crisi nella zona euro. Esso non è però mai stato utilizzato finora,

² Si veda: “Completing Europe’s Economic and Monetary Union”, Commissione UE, Bruxelles, giugno 2015.



anche a causa dei criteri di accesso molto severi: esso è riservato ai casi di crisi bancaria che pongano un rischio sistemico, e tali che non siano disponibili risorse private e che il governo del paese interessato non sia in grado di intervenire senza mettere a repentaglio la sua stabilità finanziaria; nonostante ciò, lo stato membro è chiamato a contribuire alla gestione della crisi in un regime di *burden-sharing* con lo ESM; altra preconditione per l'utilizzo del DRI è l'applicazione del bail-in sull'8% delle passività della banca posta in risoluzione. Ricordiamoci inoltre che l'uso del DRI, come ogni altro intervento dello ESM, deve essere concordato dal governo del paese interessato con il Board dello ESM (composto dai ministri delle finanze dei paesi della zona euro) e comporta la firma di un Memorandum of Understanding, nel quale il governo interessato deve prendere impegni relativi alle misure di politica economica, che costituiscono la condizione per l'erogazione del sostegno finanziario.

2. Assicurazione dei depositi

2.1 La Direttiva di coordinamento del 2014

La assicurazione europea dei depositi è il tassello mancante della Unione bancaria europea. La Direttiva approvata nel 2014 rappresenta un passo avanti sul fronte del coordinamento dei sistemi nazionali di garanzia dei depositi, ma non fa alcun passo verso la mutualizzazione dei rischi tra i paesi europei. La garanzia rimane quindi a livello nazionale, così come la supervisione sulle istituzioni che gestiscono la garanzia dei depositi. L'unica novità di rilievo introdotta dalla direttiva è la richiesta che i sistemi di assicurazione dei depositi siano finanziati con contributi ex ante, che dovrebbero alimentare il fondo di assicurazione. Peraltro, l'obiettivo di raggiungere una dotazione pari allo 0,8% dei depositi garantiti dovrà essere raggiunto solo alla fine di un periodo

di transizione di otto anni (entro il 2024). I contributi versati dalle banche devono essere commisurati al rischio che ciascuna banca pone a carico del fondo di assicurazione, secondo una metodologia stabilita dalla European Banking Authority (EBA). Un aspetto positivo della direttiva riguarda il raggio d'azione dei sistemi di garanzia dei depositi: oltre al normale compito di rimborsare i depositanti delle banche poste in liquidazione (fino alla soglia dei 100.000 euro), essi sono anche chiamati a contribuire nei processi di risoluzione, ed eventualmente a porre in essere interventi preventivi di gestione di situazioni di crisi, anche al di fuori di procedure di risoluzione.

2.2 Quale evoluzione per il futuro?

Una delle sfide più difficili nel completare il progetto di unione bancaria è il passaggio dai sistemi nazionali ad un sistema unico europeo di garanzia dei depositi bancari, almeno con riferimento all'area euro. La necessità di procedere in questa direzione è stata sottolineata più volte nel dibattito di policy, ma si scontra attualmente con l'opposizione del governo tedesco. Sul piano economico, non vi è dubbio che il *pooling* tra i sistemi bancari europei delle risorse destinate alla garanzia dei depositi aumenterebbe la solidità finanziaria e la credibilità della garanzia stessa, contribuendo così alla maggiore stabilità del sistema bancario. Un sistema di assicurazione più solido sarebbe anche presumibilmente più neutrale da un punto di vista fiscale: esso dovrebbe ricorrere con minore probabilità al sostegno finanziario del settore pubblico. Peraltro va ricordato che le maggiori preoccupazioni dei risparmiatori derivano attualmente dalla eventuale risoluzione di una banca in crisi, a causa delle nuove regole relative al bail-in. L'introduzione di una assicurazione europea dei depositi, che sarebbe chiamata a rimborsare i depositanti in caso di liquidazione,

non sembra destinata a incidere in modo significativo su tali preoccupazioni.

Se sulla necessità di introdurre un sistema comune di assicurazione dei depositi nella zona euro vi è una convergenza di opinioni, sulle modalità specifiche con le quali attuare la transizione vi possono essere visioni diverse. Rispetto alla costituzione di una nuova istituzione europea, sembra preferibile estendere le competenze e le risorse a disposizione del Single Resolution Board, facendolo evolvere verso un ente di risoluzione e assicurazione, prendendo come modello la FDIC statunitense. La ragione per questa preferenza deriva dal fatto che, in presenza del nuovo regime di gestione delle crisi bancarie introdotto dalla BRRD, il ruolo di un fondo di assicurazione sta evolvendo: esso sarà chiamato sempre più a contribuire alla risoluzione di banche in crisi, piuttosto che a ripagare i depositanti di banche liquidate, posto che il nuovo regime si propone di evitare la liquidazione. La gestione delle due funzioni, risoluzione e assicurazione, da parte della stessa istituzione eviterebbe le duplicazioni di costi amministrativi e i problemi di coordinamento che si porrebbero invece nel caso di due autorità distinte. La BRRD, peraltro, prevede che la stessa istituzione possa gestire sia il fondo di risoluzione sia quello di assicurazione dei depositi (seppure la direttiva si riferisca ai sistemi nazionali).

La proposta avanzata dalla Commissione UE nel novembre 2015 va nella direzione qui auspicata.³ Essa prevede che (nel 2024) i sistemi nazionali di garanzia dei depositi siano sostituiti da un sistema europeo (*European Deposit Insurance Scheme* - EDIS) amministrato dal SRB, il quale continuerebbe ad amministrare anche il SRF. Lo

mutualizzazione dei sistemi nazionali avverrebbe, secondo questa proposta, gradualmente durante un periodo di transizione di otto anni. Nei primi quattro anni (2016 - 2020), il fondo europeo sarebbe solo un fonte di ri-assicurazione per i sistemi nazionali: esso entrerebbe in gioco solo qualora un fondo nazionale abbia esaurito le sue risorse. Nei quattro anni successivi il fondo europeo fornirebbe una co-assicurazione ai sistemi nazionali: in caso di liquidazione, esso contribuirebbe direttamente al rimborso dei depositanti, in quote crescenti nel tempo, fino a sostituire del tutto i fondi nazionali nel 2024. Nonostante la gradualità e la prudenza dell'approccio adottato dalla Commissione nella sua proposta, questa sembra al momento bloccata dal veto politico posto dal governo tedesco.

3. Il Meccanismo Unico di Supervisione

3.1 Distorsioni nazionali

Il trasferimento della supervisione bancaria alla BCE ha rappresentato un avanzamento significativo nel processo di integrazione europea, favorendo una maggiore convergenza nelle modalità con cui vengono applicate le regole prudenziali nella zona euro. Tuttavia, la convergenza non sembra ancora completa, anzi rimangono alcuni elementi tali da ritenere che il *Single Supervisory Mechanism* (SSM) non sia tuttora immune da distorsioni nazionali.

Il primo elemento, in ordine di tempo, è il *Comprehensive Assessment* effettuato dalla BCE durante il 2014, ancora prima di assumere formalmente la responsabilità della vigilanza (novembre 2014).⁴ Sia la Asset Quality Review

³ Si veda: European Commission, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulation (EU) 806/2014 in order to establish a European Deposit Insurance Scheme*, COM(2015) 586 final.

⁴ Nel 2015, la Bce ha effettuato una AQR e uno stress test su nove banche, che sono passate sotto la supervisione diretta della Bce stessa nello stesso periodo. Il metodo utilizzato per questo tipo di esame è stato lo stesso usato nel 2014.



(AQR) sia lo stress test hanno preso come unica misura della solidità patrimoniale delle banche considerate il rapporto tra il capitale primario (Core Equity Capital Tier 1 - CET1) e le attività ponderate per il rischio (Risk Weighted Assets - RWA): il cosiddetto “CET1 ratio”, che è alla base del tradizionale approccio seguito negli accordi di Basilea. In base a questa metrica, le banche italiane sono risultate complessivamente le più carenti di capitale, tra i principali paesi europei. Tuttavia, diversi contributi hanno dimostrato che, prendendo come misura della solidità patrimoniale un semplice rapporto di leva (capitale / attivo *non* ponderato) i risultati sarebbero stati ben diversi: le banche con maggiori carenze patrimoniali sarebbero state quelle francesi e tedesche, seguite da quelle spagnole.⁵ La ragione fondamentale di questa discrepanza sta nella *risk intensity*, definita come il rapporto tra RWA e attivo non ponderato: essa risulta pressoché doppia per le banche italiane (attorno al 50%) rispetto a quelle tedesche e francesi (attorno al 25%). Naturalmente, una più alta *risk intensity* implica, a parità di dimensione dell’attivo, un più elevato valore dei RWA e quindi un più basso CET1 ratio. Da questo punto di vista, le banche che hanno una maggiore concentrazione nell’attività di *commercial banking* risultano penalizzate rispetto a quelle più orientate all’*investment banking*, avendo tipicamente una più elevata *risk intensity*.

Un altro aspetto controverso del Comprehensive Assessment è stata la focalizzazione della AQR sul rischio di credito, mentre il rischio di mercato e quello di controparte sono stati sottoposti ad un esame meno severo. Un indicatore in questo senso è il fatto che le correzioni apportate in seguito alla AQR (*AQR adjustments*) sono stati nel complesso pari a 55 punti base dei RWA, di cui 50 dovuti

alla revisione delle esposizioni creditizie (*credit file review*) e solo 5 dovuti all’esame dei prodotti scambiati in mercati opachi (*level 3 assets*) e ai prodotti derivati.

Un altro elemento di preoccupazione, sul fronte della imparzialità, deriva dal Rapporto annuale della Bce sulla attività di vigilanza svolta nel 2015. Leggendolo, si ha l’impressione che l’attività di supervisione della BCE sia concentrata su alcuni tipi di rischi, soprattutto quello di credito, mentre altri, come quello di mercato e quello legale, siano trattati con un tocco più leggero. Il Rapporto indica le priorità che guidano l’azione di vigilanza nel biennio 2015-2016. Tra di esse, figurano il controllo del rischio di credito e di liquidità, nonché quello informatico (*cyber risk*). Non figurano il rischio di mercato, tipico della attività di trading in titoli e in prodotti derivati, né quello legale, tipico degli intermediari che hanno rivelato deboli sistemi di controllo interno rispetto al rischio di frode (ad esempio, Deutsche Bank ha registrato nel 2015 una perdita di bilancio di oltre sei miliardi, in buona parte dovuta agli oneri derivanti dalle liti giudiziarie). Quanto all’attività ispettiva, su 250 ispezioni fatte nel 2015 solo 13 (cioè il 5%) riguardavano il rischio di mercato, mentre al rischio di credito ne sono state dedicate 62 (un quarto del totale). Infine, l’esame dei modelli interni, utilizzati da molte banche per calcolare i loro requisiti di capitale. Nel 2015, la BCE ha fatto 127 controlli sulla validità dei modelli interni: di essi, 99 (78%) erano relativi al rischio di credito, mentre solo 12 (meno del 10%) erano sul rischio di mercato e pochissimi (5, cioè meno del 4%) hanno interessato il rischio di controparte, tipico dei contratti derivati.

3.2 SREP: occorre più trasparenza

L’esercizio della vigilanza da parte della BCE è incentrato sul *Supervisory Review and*

⁵ Si vedano i dati riportati in A. Baglioni (2016), citato alla nota 1.

Examination Process (SREP). Si tratta di una valutazione annuale del profilo di rischio di ogni banca, che abbraccia un ventaglio di variabili: dal rischio di credito e di liquidità, alla organizzazione e *governance*, solo per citarne alcuni. L'esame condotto annualmente consente alla BCE di esprimere una valutazione approfondita e con una metodologia uniforme sulla capacità di ogni banca di controllare i rischi e sulla adeguatezza della sua dotazione patrimoniale rispetto ai rischi assunti. Dal punto di vista della *supervisory convergence*, lo SREP rappresenta un passo avanti notevole rispetto al passato.

Tuttavia esso non è privo di criticità. La principale è la discrezionalità dei requisiti patrimoniali che vengono imposti alle banche a valle del processo di valutazione: ogni banca riceve un "voto" e conseguentemente una richiesta di rispettare un livello minimo di CET1 ratio, che può variare da banca a banca. Ciò è previsto dagli accordi di Basilea: requisiti specifici fanno parte del "secondo pilastro" introdotto con Basilea II, e poi recepito in Basilea III. Naturalmente, la BCE si muove all'interno delle regole previste dagli accordi internazionali e dalle direttive europee. Bisogna però che i criteri sulla base dei quali sono formulate le richieste di patrimonializzazione siano il più possibile oggettivi e trasparenti. Sotto il profilo della trasparenza e della comunicazione, la Bce non è sembrata brillante nell'anno trascorso. Spesso si sono susseguite voci di richieste di patrimonializzazione, non sempre fondate. Queste voci sono state alimentate anche dalla scarsità di informazioni ufficiali, con l'unica eccezione dei risultati del Comprehensive Assessment, che sono stati resi pubblici con un elevato livello di dettaglio. L'incertezza sulle possibili richieste della vigilanza in termini di patrimonio hanno contribuito ad alimentare la volatilità dei titoli azionari del comparto bancario,

già sotto pressione per le oggettive difficoltà legate alla congiuntura economica e alla quantità di prestiti deteriorati accumulati negli ultimi anni.

3.3 Chi esercita la supervisione macro-prudenziale?

Un problema aperto nell'assetto delle vigilanza bancaria in Europa è l'attribuzione della supervisione macro-prudenziale. Com'è noto, questa ha come finalità quella di contrastare gli effetti pro-ciclici della attività di intermediazione finanziaria e di limitare i rischi di contagio, dovuti alla presenza di intermediari di rilevanza sistemica. La vigilanza micro-prudenziale si focalizza invece sulla stabilità delle singole istituzioni finanziarie. Nonostante le diverse finalità, le due politiche condividono in larga misura gli strumenti utilizzati, che in ultima analisi si riflettono sulle richieste di capitale fatte dalla vigilanza ai singoli istituti di credito. Perciò è necessario uno stretto coordinamento tra le due politiche.

L'assetto delle vigilanza macro-prudenziale in Europa è attualmente caratterizzata da un elevato grado di decentramento. La autorità nazionali hanno il potere di: i) stabilire il livello dei buffer di capitale anti-ciclici; ii) identificare le istituzioni di importanza sistemica, alle quali applicare requisiti di capitale addizionali; iii) introdurre vincoli sulla concessione di mutui ipotecari, quali il *loan-to-value ratio* e il *loan-to-income ratio*. Nell'area euro, le autorità nazionali devono notificare la BCE delle misure che intendono prendere, e devono tenere conto delle eventuali osservazioni della BCE stessa. D'altro lato, la BCE può prendere solo misure di carattere restrittivo (ad esempio un aumento dei *capital buffer*), dopo avere consultato le autorità nazionali. Lo *European Systemic Risk Board* (ESRB) svolge un ruolo essenzialmente



consultivo, avendo il compito di monitorare i rischi sistemici e di emettere raccomandazioni.

Questo assetto presenta evidenti problemi di coordinamento: tra i diversi livelli (autorità nazionali – BCE - ESRB), e tra le autorità nazionali dei diversi paesi. Il mancato coordinamento può introdurre una segmentazione delle richieste regolamentari tra un paese e l'altro, portando a rilevanti differenze *cross-border*.⁶ Il rischio sistemico ha una evidente dimensione *cross-country*, che una autorità nazionale potrebbe essere indotta a sottovalutare, avendo obiettivi domestici: questo è un classico caso di esternalità. Esiste anche un potenziale conflitto tra le diverse politiche: quella micro-prudenziale, quella macro-prudenziale e la politica monetaria. Per queste ragioni, sembra necessario andare verso un assetto più semplice e più accentrato della vigilanza macro-prudenziale, attribuendo un ruolo più incisivo alla BCE.

4. Conclusione: l'unione bancaria ha raggiunto i suoi obiettivi?

Quando il progetto di Unione bancaria europea fu avviato, nel 2012, esso si poneva tre obiettivi fondamentali: i) ridurre il costo diretto dei salvataggi bancari per i contribuenti; ii) spezzare il legame, a due direzioni, tra rischio sovrano e rischio del settore bancario a livello nazionale; iii) raggiungere un più alto grado di convergenza nella vigilanza bancaria tra i paesi della zona euro. Sappiamo che la realizzazione del progetto non è ancora completa. Vale però la pena di chiedersi se e in quale misura, allo stadio attuale di attuazione, gli obiettivi iniziali siano stati raggiunti. La risposta è mista, ma vediamo i punti singolarmente.

- i) Il primo obiettivo sembra sostanzialmente raggiunto. Il nuovo regime di gestione delle crisi bancarie, introdotto dalla BRRD, protegge i bilanci pubblici dall'impatto dei dissesti bancari, per mezzo del fondo di risoluzione (alimentato dai contributi delle banche) e addossando rilevanti perdite agli stakeholders delle banche che entrano in un processo di risoluzione (grazie al bail-in). Naturalmente, questo obiettivo non è senza costi: i problemi applicativi della regola del bail-in, illustrati più sopra, hanno implicazioni negative per la clientela bancaria e per le banche stesse, generando una potenziale instabilità della raccolta.
- ii) Il secondo obiettivo non sembra essere stato raggiunto, per diverse ragioni. Anzitutto, il principio del bail-in ha come effetto quello di imporre una quota rilevante dei costi, derivanti da un dissesto bancario, sugli *stakeholders* della banca oggetto di risoluzione, che nella maggior parte dei casi sono soggetti che risiedono nello stesso paese dove risiede la banca stessa. Ciò, a sua volta, implica che in ultima istanza una crisi bancaria abbia potenzialmente un forte impatto (indiretto) sul bilancio pubblico nazionale, tramite i legami tra questo e l'economia reale: si pensi, ad esempio, agli stabilizzatori automatici. In secondo luogo, la mancanza di un *fiscal back-stop* europeo per il SRF e la mancata realizzazione della assicurazione europea dei depositi implicano che il *back-stop* pubblico in caso di crisi bancarie sia tuttora rappresentato dai bilanci nazionali. D'altra parte, nei portafogli-titoli delle

⁶ Si vedano le evidenze riportate nel Rapporto sulla Stabilità Finanziaria della Banca d'Italia, n.1/2016.



banche è ancora presente un forte *home bias*: la loro esposizione nei confronti del debitore sovrano domestico è generalmente alta.

- iii) Sul terzo fronte, quello della *supervisory convergence*, sono stati fatti importanti progressi grazie al SSM. Tuttavia rimangono margini di miglioramento, per le ragioni esposte sopra: in particolare, sembra necessario un maggiore equilibrio nella attenzione dedicata dalla vigilanza ai diversi tipi di rischio, nonché una maggiore trasparenza.

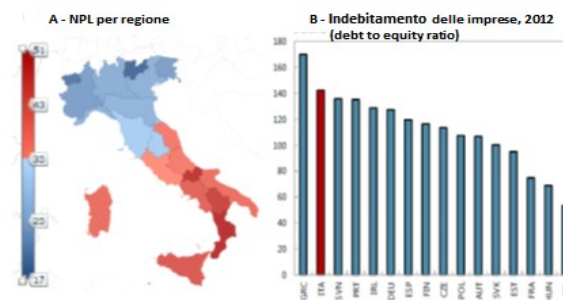


2. CREDITI DETERIORATI, CICLO ECONOMICO E RISCHIO BANCARIO*

Introduzione

Nel suo intervento al 22° congresso Assiom Forex, a Torino, il 30 gennaio 2016, il Governatore della Banca d'Italia Visco (2015a) ha dedicato vari passaggi al tema dei crediti deteriorati o *non performing loans* (per brevità NPL) delle banche italiane. “I crediti deteriorati – scrive il Governatore – hanno raggiunto circa 360 miliardi, il 18% del complesso dei prestiti; oltre la metà sono registrati in sofferenza e soggetti a procedure di parziale recupero lunghe ed onerose. La Vigilanza ha assicurato, con l’avanzare della crisi, l’innalzamento progressivo dei tassi di copertura: la svalutazione media delle partite deteriorate è oggi del 45%, in linea con la media europea; per le sofferenze sfiora il 60%. A fronte delle esposizioni deteriorate le banche detengono garanzie reali per circa 160 miliardi”. Secondo una ricerca targata IMF (Jassaud, Kang, 2015), nel 2014 oltre l’80% dei NPL delle banche riguardava il settore *corporate*, con un rapporto tra crediti deteriorati e crediti lordi che raggiungeva il 30% in media e con picchi fino al 50% in alcune regioni del sud (FIG. 1a). Un quadro coerente col fatto che le imprese italiane risultavano tra le più indebitate dell’Area Euro (FIG. 1b).

FIG. 1 – NPL per area geografica e indebitamento delle imprese



Fonte: Jassaud, Kang, 2015

“Lo smaltimento dello stock accumulato richiederà tempo – proseguiva Visco nel suo intervento al Forex – Il suo elevato livello deprime la valutazione di mercato delle banche, rende più costosa la raccolta dei finanziamenti, richiede un elevato fabbisogno di capitale”. Poche parole, che descrivevano quanto avvenuto nei mesi precedenti ma che disegnavano anche quanto sarebbe dovuto accadere in quelli seguenti e che si è puntualmente verificato: una caduta progressiva dei corsi azionari delle banche italiane assai più pronunciata che per la media delle banche europee (FIG. 2); la sostanziale impossibilità per le banche popolari venete non quotate di realizzare sul mercato i previsti (e necessari) aumenti di capitale, con il conseguente necessario intervento del Fondo Atlante, passato rapidamente dal ruolo di raccoglitore e venditore designato degli NPL bancari a maggiore azionista pro tempore di alcune banche in difficoltà di cui ha finito per sottoscrivere la quasi totalità degli aumenti di capitale.

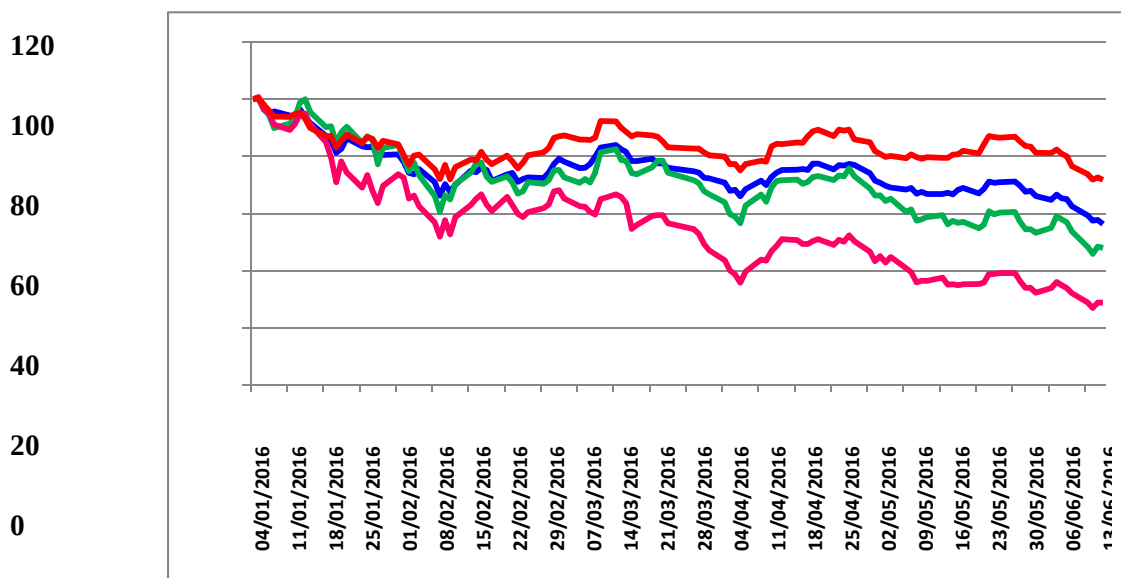
Non stupisce che gli istituti maggiormente gravati dai NPL e, quindi, con valore effettivo degli attivi più a rischio, abbiano subito le

* A cura di Andrea Boitani e Andrea Monticini

maggiori perdite in Borsa dall'inizio dell'anno: -68% Banco Popolare; -64% Carige; -58% Montepaschi, seguiti da Ubi e Unicredit con -

53,7% e -53% rispettivamente e poi BPM e BPER con -46,4% e 41,9%, mentre Banca Intesa ha perso "solo" il 33,6%.

FIG. 2 – Andamento di mercato delle banche italiane, delle banche europee, di Banco Popolare e di Banca Popolare di Milano (gennaio 2016 = 100)



Banche italiane — **BPM** — **BPOP** — **Banche Europee** —

Fonte: Nostre elaborazioni su dati Bloomberg

A ciò vanno aggiunti i dubbi chiaramente espressi dal mercato sull'unico progetto di fusione in atto tra banche popolari, in omaggio allo spirito, se non alla lettera, del "decreto Renzi" del 2015. Stiamo parlando della fusione tra Banca Popolare di Milano e Banco Popolare. Quei dubbi sono chiaramente riflessi in andamenti dei corsi significativamente peggiori dei due istituti coinvolti rispetto a quelli medi delle banche italiane (FIG. 1). Particolarmente negativo – come si è già accennato – l'andamento di Banco Popolare. Questo istituto risultava, infatti, assai più appesantito dai crediti deteriorati, arrivati a sfiorare, a fine 2015, il 24,2% (e il 27,8% se si

tiene conto degli stralci, sia al numeratore che al denominatore) dei crediti lordi, contro il 16,3% (rispettivamente 17,5%) registrati per BPM.

1. I crediti deteriorati in Italia: uno sguardo ad alcune statistiche

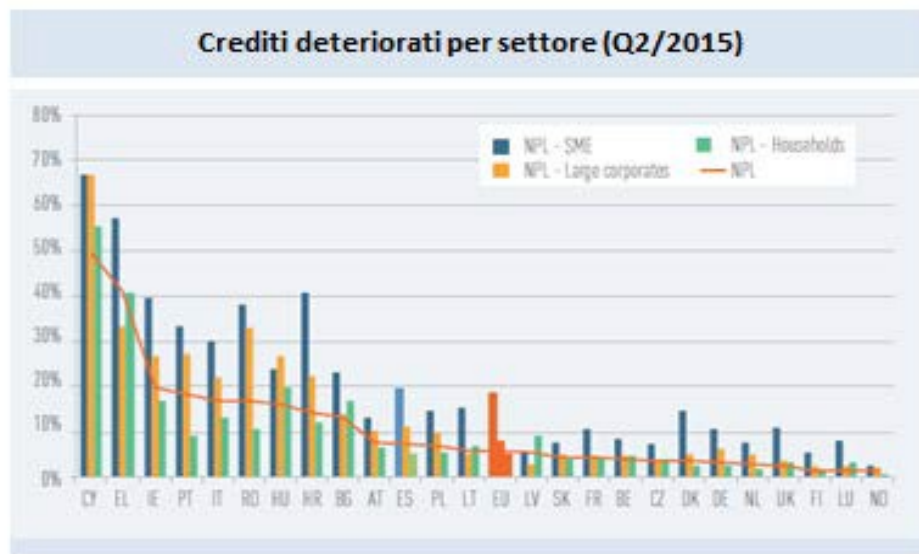
I NPL delle banche italiane sono più che triplicati dal 2007, quando erano appena sopra il 5% dei crediti lordi. Anche negli altri paesi dell'Eurozona il peso dei crediti deteriorati è andato aumentando, tuttavia in media esso è assai più basso che in Italia: come riportato in EBA (2015), a febbraio 2015 la media europea ponderata del rapporto tra crediti deteriorati e



crediti lordi era pari al 6%, mentre il valore di tale rapporto in Italia era pari al 18%, valore in linea con quello citato da Ignazio Visco all'inizio

del 2016, il quinto più alto tra i 26 paesi monitorati (FIG. 3).

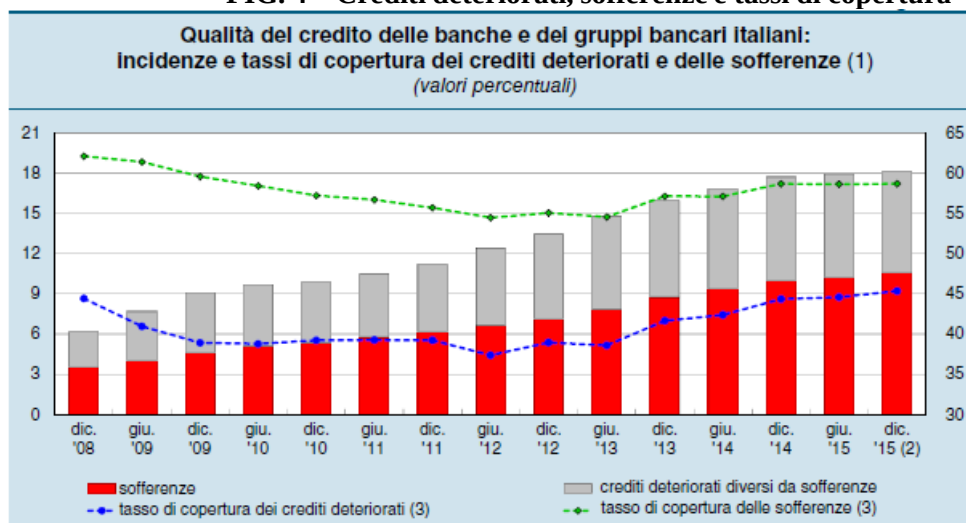
FIG. 3 – Crediti deteriorati in Europa



Fonte: EBA, Risk Assessment Report, Dicembre 2015

L'elevato livello dei NPL contribuisce ad innalzare il grado di rischio del sistema bancario italiano, dal momento che i rischi di credito e di controparte sono considerati i più importanti da parte delle autorità di Vigilanza. Il grado di copertura era sceso al minimo del 37% nel giugno 2012, per poi risalire di 8 punti in tre anni, al 45% ricordato da Visco (FIG. 4). Per gli intermediari minori il tasso di copertura è salito di oltre 15 punti, al 41 per cento. “Il divario - si dice nella *Relazione annuale* della Banca d'Italia (p. 144) rispetto alla media del sistema bancario è in gran parte

attribuibile alla più elevata quota di crediti deteriorati assistiti da garanzie reali o personali (79,2 rispetto al 67,0 per cento) e al minore peso delle sofferenze nei crediti deteriorati”. I tempi per le cancellazioni e le vendite si sono allungati con la crisi da meno di quattro anni prima della crisi fino a oltre sei anni. E i crediti deteriorati, anche se adeguatamente rettificati, assorbono capitale fino al 12% delle attività ponderate per il rischio nel caso degli istituti che utilizzino ancora i metodi standard e oltre il 6% per le banche che utilizzano i modelli interni di rating.

FIG. 4 – Crediti deteriorati, sofferenze e tassi di copertura


Fonte: Banca d'Italia, Relazione annuale per il 2015

La vendita dei NPL consentirebbe, pertanto, di liberare capitale e renderebbe immediatamente disponibili nuove risorse per l'attività creditizia, sempre che la domanda di credito da parte di soggetti ragionevolmente affidabili riprenda vigorosamente. Sempre che un mercato degli NPL si crei e che le regole (giuridiche, procedurali, fiscali, contabili) di ostacolo alla nascita di quel mercato vengano rimosse con rapidità e con lungimiranza. A tutt'oggi il mercato per i crediti deteriorati appare in Italia meno sviluppato di quanto sarebbe necessario. Come è scritto nella *Relazione annuale* della Banca d'Italia 2015 (p. 144), "una delle ragioni del mancato sviluppo in Italia di un mercato secondario dei prestiti deteriorati è il permanere di una differenza significativa tra il valore di bilancio di tali attivi e i prezzi offerti dagli investitori; su questa differenza influisce in misura rilevante la lunghezza delle procedure di recupero, elevata nel confronto internazionale. All'inizio di maggio il Governo ha varato un provvedimento (DL59/2016) contenente misure per ridurre i tempi di recupero dei crediti che rafforzeranno gli effetti degli interventi

legislativi adottati la scorsa estate". È largamente troppo presto per dire se i provvedimenti menzionati stanno avendo gli effetti desiderati. Quanto potrà e non potrà fare il Fondo Atlante, poi, è tema discusso in altri capitoli di questo numero di OM.

2. I crediti deteriorati e il peso della crisi

Nel già citato intervento al Forex, il Governatore Visco ha sottolineato il ruolo della crisi economica nel far crescere i crediti deteriorati: "sette anni di crisi hanno inevitabilmente lasciato il segno in termini di crediti inesigibili. Dal 2008 sono fallite più di 90.000 imprese; oltre il 4% delle famiglie ha subito decurtazioni di reddito a causa della perdita del posto di lavoro di un loro componente; la produzione industriale è oggi più bassa del 20%; vi è quasi un milione di occupati in meno. Ne ha risentito la capacità di famiglie e imprese di ripagare i propri debiti verso le banche". Il tema è stato ripreso, con accenti analoghi, dal Governatore anche nelle *Considerazioni finali* lette il 31 maggio all'Assemblea annuale di Banca d'Italia.



Naturalmente, l'andamento macroeconomico non toglie che altre ragioni abbiano influito sulla crescita dei crediti deteriorati: da quelle legate al territorio in cui i singoli istituti operano in prevalenza, a quelle legate al mix di potenziali debitori che ogni banca ha (dato il territorio in cui opera), a quelle legate all'efficacia con cui le diverse banche procedono alla selezione dei debitori, a quelle infine legate alle politiche di rettifica, cancellazione e vendita dei NPL. La letteratura econometrica ha teso a separare e misurare le determinanti dei crediti deteriorati tra "macroeconomiche" e "bank-specific" seguendo varie metodologie e concentrandosi sui crediti deteriorati aggregati delle banche (per esempio, Beck R., P.Jakubik, A. Piliou, 2013; Klein N., 2013) oppure cercando di distinguere eventuali effetti differenziati dei diversi tipi di crediti (per esempio, Louzis D., A.T. Vouldis, V.L. Metaxas, 2012) all'interno dello stesso sistema di equazioni stimate. Procederemo lungo una strada diversa. Cercheremo cioè di stimare l'effetto che la crescita (o la decrescita) del Pil ha avuto sulla variazione dei NPL (a livello aggregato) nei diversi paesi europei, al fine di evidenziare la determinante macroeconomica fondamentale cui fa riferimento anche il governatore Visco. Ma che è anche la variabile influenzata dalle politiche di consolidamento fiscale messe in atto, con differente intensità e differenti impatti, nei diversi paesi. In un lavoro successivo, sarà possibile simulare l'andamento dei NPL di una singola banca se avesse seguito il percorso delineato dallo "standard" nazionale e confrontarlo con quello effettivamente seguito, misurando così l'entità dei fattori "bank-specific" come semplice differenza tra i valori simulati e quelli effettivi per ogni anno.

3. Le determinanti dei NPL: un'analisi econometrica

Per analizzare le determinanti dell'andamento dei *Non Performing Loans* (NPL), si è deciso di svolgere un'analisi econometrica coinvolgendo alcune nazioni dell'area euro: Italia, Portogallo, Spagna, Francia e Germania ed un Paese europeo che non fa parte dell'area euro: la Svizzera. Per ciascuno di questi Paesi è stata utilizzata la serie storica del rapporto *Bad Loans/Total Loans* e la variazione annuale del PIL reale fornita dalla banca dati Bloomberg per il periodo 1999 – 2014 (con frequenza annuale delle rilevazioni). In particolare è stata stimata la seguente relazione lineare:

$$\Delta NPL_t = \alpha + \beta_1 \times \Delta PIL_t + \beta_1 \times \Delta PIL_{t-1} + \beta_2 \times \Delta PIL_{t-2} + \beta_3 \times \Delta NPL_{t-1} + \varepsilon_t$$

dove $\Delta\%NPL$ rappresenta la variazione percentuale di incremento (o decremento) nel rapporto tra *Bad Loans/Total Loans* e $\Delta\%PIL$ rappresenta la variazione annuale del PIL reale, mentre ε rappresenta un termine di errore statistico. I suffissi t-i indicano i *lag* annuali, considerati solo quando il modello, in funzione dei paesi, forniva risultati statisticamente superiori. Meglio specificando: si ipotizza l'esistenza di una relazione tra l'andamento del PIL reale e l'andamento dei NPL. Se il PIL aumenta il buon andamento dell'economia dovrebbe ridurre il peso dei NPL sul totale dei prestiti totali. Al contrario, con il PIL in diminuzione, ci si può aspettare che il peso dei NPL sul totale dei prestiti aumenti la sua incidenza e quindi si prospetta una relazione inversa tra le due variabili esaminate, cioè un valore di β preceduto dal segno negativo. Va osservato che in un tale modello β fornisce l'elasticità della variazione dell'incidenza dei NPL sul totale dei prestiti alla variazione del PIL

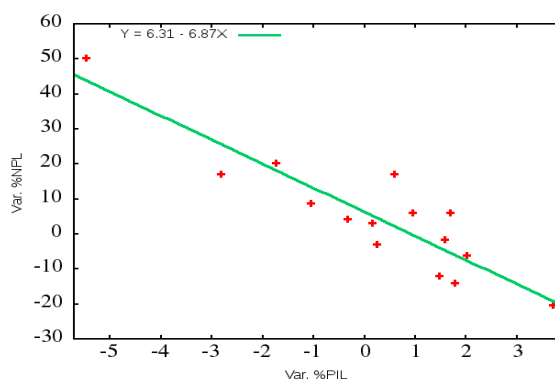
reale. Per questo intendimento è forse opportuno ricordare cosa sia l'elasticità. L'elasticità serve per rispondere alla seguente domanda: "di quanto varia in percentuale l'incidenza dei NPL sul totale dei prestiti al variare di una data percentuale del PIL ?" Per ciascuna delle sei

nazioni vengono riportati due grafici: 1) le serie storiche della variazione percentuale dei NPL sul totale dei prestiti e della variazione del PIL reale; 2) lo *scatter plot* delle stesse due variabili

FIG. 5 – Italia



FIG. 6 - Italia



TAB. 1 - Italia - 2001-2014 (T = 14)

Variabile dipendente: %VarNPL

HAC standard errors, bandwidth 1 (Bartlett kernel)

	Coefficient	Std. Error	t-ratio	p-value	
const	7.73134	2.43131	3.1799	0.0112	**
Var. %PIL	-6.87262	0.660056	-10.4122	<0.0001	***
Var. %PIL_1	-1.25516	1.38008	-0.9095	0.3868	
Var. %PIL_2	-1.9095	1.04353	-1.8298	0.1005	
Var. %NPL_1	-0.0369626	0.200699	-0.1842	0.8580	
Mean dependent var	6.8	88406	S.D. dependent var	16.2640	
Sum squared resid	38	.6855	S.E. of regression	6.53780	
R-squared	0.8	88133	Adjusted R-squared	0.83841	
F(4, 9)	35.	30773	P-value(F)	0.00001	
Log-likelihood	-43.	05872	Akaike criterion	96.1174	
Schwarz criterion	99.	31273	Hannan-Quinn	95.8216	
rho	0.2	29805	Durbin's h	1.30209	

In **Italia**, analizzando il grafico in FIG. 5, si osserva una relazione negativa tra la variazione percentuale dei NPL sui prestiti totali e la variazione del PIL. L'indice di correlazione tra le due variabili è di -0,90. Fino al 2007, con

un'economia in crescita, si è registrata una diminuzione dei NPL, mentre con la crisi del 2008 e dal 2011 al 2013, in concomitanza con fasi di recessione, il tasso di crescita dei NPL è stato positivo. Questo giudizio risulta confermato



dall'analisi della FIG. 6 in cui viene riportato lo scatter plot delle due variabili oggetto di indagine. Come si può osservare si delinea una relazione inversa. Analizzando i risultati delle stime presenti in TAB. 1 è possibile riscontrare un'elasticità di -6,87; questo dato, molto utile, ci permette di affermare che per ogni 1% di crescita del PIL, la percentuale di NPL sul totale dei prestiti si riduce di 6,87%. Infine, si è effettuato un test di Chow per verificare se il

modello stimato sia stato oggetto di un break strutturale nel 2011, ovvero quando sono cominciate le politiche di austerità in seguito alla crisi dello spread nell'eurozona. Il risultato del test conferma l'ipotesi di break strutturale: tutto questo sembrerebbe indicare che il mix di politica economica seguito in quegli anni abbia acuito il peso dei NPL sul totale dei prestiti.

FIG. 7 – Portogallo

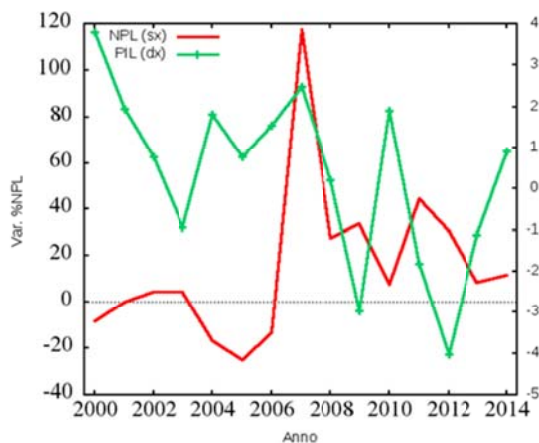
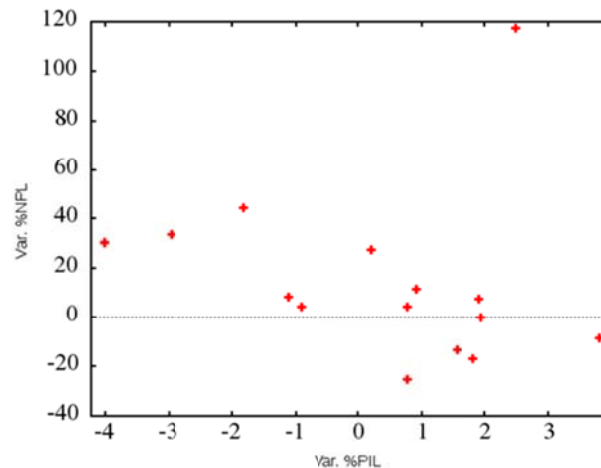


FIG. 8 – Portogallo



TAB. 2 - Portogallo - 2001-2014 (T = 14)

Variabile dipendente: Var. %NPL

HAC standard errors, bandwidth 1 (Bartlett kernel)

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	17.4397	9.07312	1.9221	0.0835	*
Var. %PIL	-2.43753	4.50077	-0.5416	0.6000	
Var. %PIL_1	3.184	2.19415	1.4511	0.1774	
Var. %PIL_2	-1.99327	2.02793	-0.9829	0.3488	
Mean dependent var		16.84166	S.D. dependent var		35.11564
Sum squared resid		15324.91	S.E. of regression		39.14704
R-squared		0.044010	Adjusted R-squared		-0.242787
F(3, 10)		2.257190	P-value(F)		0.144230
Log-likelihood		-68.85238	Akaike criterion		145.7048
Schwarz criterion		148.2610	Hannan-Quinn		145.4681
rho		0.090167	Durbin-Watson		1.797395

In **Portogallo**, analizzando il grafico in FIG. 7, non si osserva una chiara relazione tra la variazione percentuale dei NPL sui prestiti totali e la variazione del PIL nell'intero arco temporale, a differenza di quanto osservato nel caso dell'Italia. Il coefficiente di correlazione lineare è di -0,16. Tuttavia, se dovessimo analizzare il sotto periodo 1999 – 2007, la relazione sembrerebbe simile a quella osservata per l'Italia, cioè negativa. Lo *scatter plot*

presente in FIG. 8 non permette di individuare alcuna relazione tra le due variabili. Analizzando i risultati delle stime presenti in TAB. 2 è possibile osservare un'elasticità di -2.43, questo dato ci permette di affermare che per ogni 1% di crescita del PIL la percentuale di NPL sul totale dei prestiti si riduce di 2.43%, tenendo ancorché presente che la stima dell'elasticità in questo caso non risulta statisticamente significativa.

FIG. 9 – Spagna

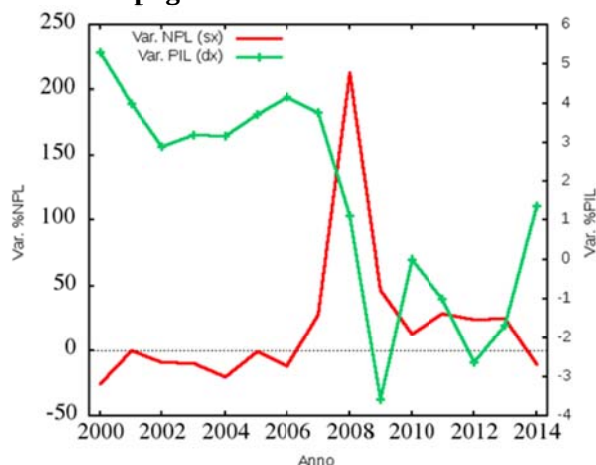
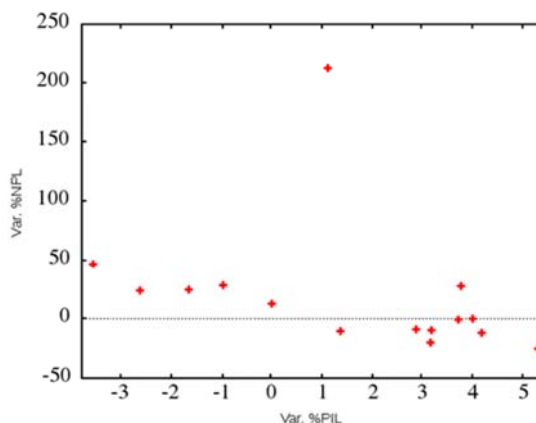


FIG. 10 – Spagna



TAB. 3 - Spagna - 2001-2014 (T = 14)

Variabile dipendente: Var. %NPL

HAC standard errors, bandwidth 1 (Bartlett kernel)

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	22.7195	7.11573	3.1929	0.0096	***
Var. %PIL	-14.5956	5.98589	-2.4383	0.0349	**
Var. %PIL_1	9.83932	6.89993	1.4260	0.1843	
Var. %PIL_2	1.79138	2.46409	0.7270	0.4839	
Mean dependent var	22.84754	S.D. dependent var		58.22608	
Sum squared resid	33737.43	S.E. of regression		58.08393	
R-squared	0.234521	Adjusted R-squared		0.004877	
F(3, 10)	2.621224	P-value(F)		0.108417	
Log-likelihood	-74.37628	Akaike criterion		156.7526	
Schwarz criterion	159.3088	Hannan-Quinn		156.5159	
rho	-0.121909	Durbin-Watson		2.223579	



In **Spagna**, come emerge dal grafico in FIG. 9 si osserva una relazione negativa tra la variazione percentuale dei NPL sui prestiti totali e la variazione del PIL. L'indice di correlazione lineare tra le due variabili è di -0,48. Fino al 2007, con un'economia in crescita, si è registrata una diminuzione dei NPL, mentre con la crisi del 2008, in seguito alla crisi innescata con il fallimento di Lehman Brothers, il tasso di crescita dei NPL è esploso per tornare a decrescere già nel 2009. Analizzando i risultati delle stime presenti in Tab. 3, è possibile osservare un'elasticità di -14.59, questo dato ci permette di affermare che per ogni 1% di

crescita del PIL la percentuale di NPL sul totale dei prestiti si riduce di 14,59%. Si è poi effettuato un test di Chow per verificare se il modello stimato sia stato oggetto di un break strutturale nel 2011, cioè quando sono cominciate le politiche di austerità in seguito alla crisi dello spread nell'eurozona. Il risultato del test conferma l'ipotesi di break strutturale. Tutto questo sembrerebbe indicare che, similmente al caso italiano, il mix di politica economica seguito in quegli anni abbia acuito il peso dei NPL sul totale dei prestiti.

FIG. 11 – Francia

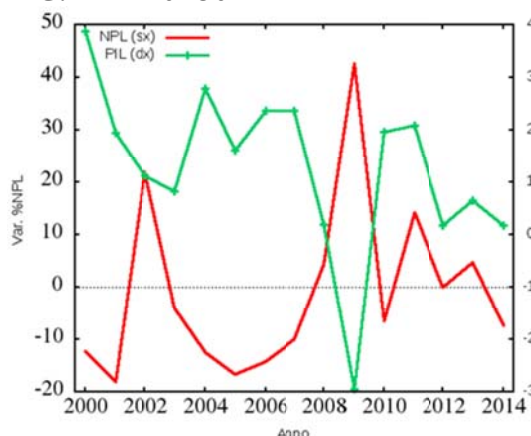
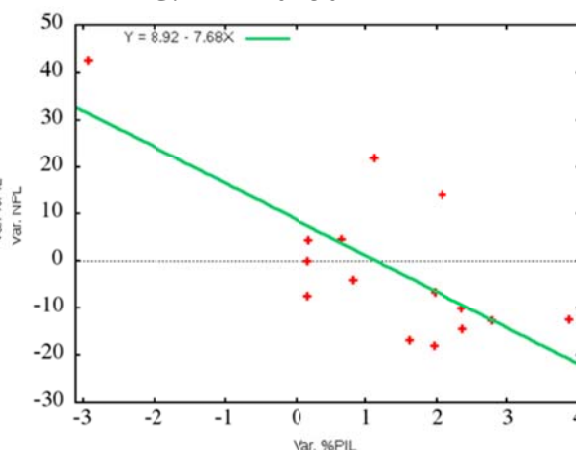


FIG. 12 – Francia



TAB. 3 - Francia - 2001-2014 (T = 14)

Variabile dipendente: Var. %PIL

HAC standard errors, bandwidth 1 (Bartlett kernel)

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>t-ratio</i>	<i>p-value</i>	
const	18.3224	6.24057	2.9360	0.0166	**
Var. %PIL	-9.33302	1.087	-8.5860	<0.0001	***
Var. %PIL_1	-4.26682	1.59378	-2.6772	0.0253	**
Var. %PIL_2	-1.68057	2.64557	-0.6352	0.5411	
Var. %NPL_1	-0.482798	0.161721	-2.9854	0.0153	**
Mean dependent var	-0.103338	S.D. dependent var			16.9159
Sum squared resid	1274.154	S.E. of regression			11.8984
R-squared	0.657479	Adjusted R-squared			0.50524
F(4, 9)	35.02007	P-value(F)			0.00001
Log-likelihood	-51.44200	Akaike criterion			112.884
Schwarz criterion	116.0793	Hannan-Quinn			112.588
rho	0.285744	Durbin's h			1.34291

In **Francia** si osserva una relazione negativa tra la variazione percentuale dei NPL sui prestiti totali e la variazione del PIL (FIG. 11). L'indice di correlazione tra le due variabili è di -0,73. Queste impressioni, graficamente, risultano confermate dall'analisi della FIG. 12, in cui viene riportato lo *scatter plot* delle due variabili

oggetto di indagine; come si può rilevare sembrerebbe delinearsi una relazione inversa. Analizzando i risultati delle stime presenti in Tab.3, è possibile osservare un'elasticità di -9,33, quindi per ogni 1% di crescita del PIL la percentuale di NPL sul totale dei prestiti si riduce di 9,33%.

FIG. 13 – Germania

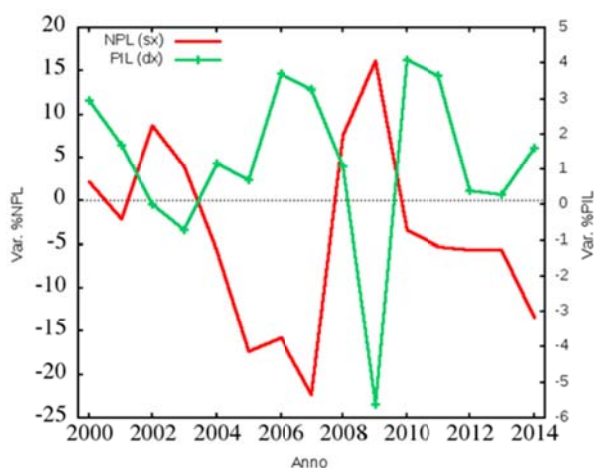
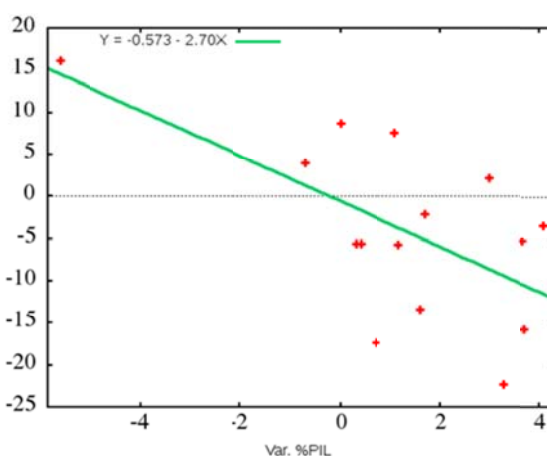


FIG. 14 - Germania



TAB. 4 - Germania - 2001-2014 (T = 14)

Variabile dipendente: Var. %PIL

HAC standard errors, bandwidth 1 (Bartlett kernel)

	Coefficient	Std. Error	t-ratio	p-value	
const	-3.15246	3.17353	-0.9934	0.3465	
Var. %PIL	-1.90688	0.817154	-2.3336	0.0445	**
Var. %PIL 1	0.742531	0.809466	0.9173	0.3829	
Var. %PIL 2	1.01115	1.17131	0.8633	0.4104	
Var. %NPL 1	0.397531	0.297371	1.3368	0.2141	
Mean dependent var	-4.294276	S.D. dependent var		10.79860	
Sum squared resid	713.0716	S.E. of regression		8.901134	
R-squared	0.529613	Adjusted R-squared		0.320552	
F(4, 9)	25.46924	P-value(F)		0.000064	
Log-likelihood	-47.37881	Akaike criterion		104.7576	
Schwarz criterion	107.9529	Hannan-Quinn		104.4618	
rho	-0.118878	Durbin-Watson		2.183406	



Per l'ultimo Paese dell'area euro considerato, la **Germania**, analizzando il grafico in FIG. 13, si osserva una relazione negativa tra la variazione percentuale dei NPL sui prestiti totali e la variazione del PIL. L'indice di correlazione tra le due variabili è di -0,59. Lo *scatter plot* delle due variabili in FIG.14 conferma questa impressione. Analizzando i risultati delle stime presenti in TAB. 4, è possibile osservare un'elasticità di -1,9, quindi per ogni 1% di crescita del PIL la percentuale di NPL sul totale

dei prestiti si riduce di 1,9%. Questa elasticità è molto minore delle elasticità stimate per i precedenti Paesi. In altre parole, l'andamento dei NPL in Germania sembrerebbe molto meno legato all'andamento del ciclo economico domestico rispetto ad Italia, Spagna e Francia (il Portogallo presenta una stima dell'elasticità non significativa da un punto di vista statistico).

Fig. 15 – Svizzera

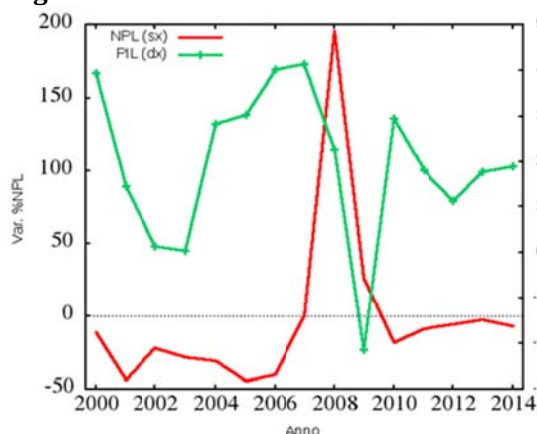
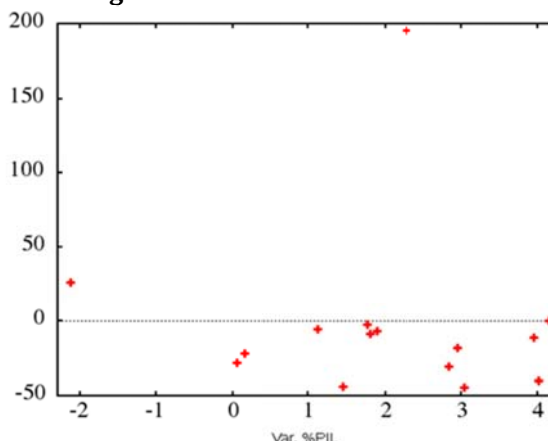


Fig. 16 – Svizzera



TAB. 5 - Svizzera - 2001-2014 (T = 14)

Variabile dipendente: Var. %PIL

HAC standard errors, bandwidth 1 (Bartlett kernel)

	Coefficient	Std. Error	t-ratio	p-value
const	-45.8978	27.2326	-1.6854	0.1228
Var. %PIL	-0.521256	6.69896	-0.0778	0.9395
Var. %PIL_1	9.87728	7.47107	1.3221	0.2156
Var. %PIL_2	13.0877	8.61088	1.5199	0.1595
Mean dependent var	-1.581471	S.D. dependent var		60.1600
Sum squared resid	34 37.01	S.E. of regression		59.1075
R-squared	0.257449	Adjusted R-squared		0.03468
F(3, 10)	1.211502	P-value(F)		0.35536
Log-likelihood	-74.62085	Akaike criterion		157.241
Schwarz criterion	15 .7979	Hannan-Quinn		157.005
rho	-0.0263	Durbin-Watson		1.90328

Infine si è deciso di analizzare anche la **Svizzera**, ovvero una nazione europea che pur non facendo parte dell'Unione Europea e dell'area euro, ha un'economia molto integrata con Italia, Germania e Francia. Analizzando il grafico in FIG. 15, non sembra sussistere alcuna relazione tra la variazione percentuale dei NPL sui prestiti totali e la variazione del PIL. L'indice di correlazione tra le due variabili è di -0,087. Lo *scatter plot* delle due variabili in FIG. 16 conferma quanto appena detto. Analizzando i risultati delle stime, presenti in Tab. 5, è possibile osservare un'elasticità di -0,52, quindi per ogni 1% di crescita del PIL, la percentuale di NPL sul totale dei prestiti si riduce di 0,52%. Questa elasticità è molto più bassa delle elasticità stimate per i precedenti Paesi e non risulta statisticamente significativa. Si è quindi effettuato un test di Chow per esaminare se nel 2011 sia presente un break strutturale nel modello. Il risultato del test è negativo, non è pertanto possibile individuare una variazione nella relazione tra NPL e PIL.

Per le stesse sei nazioni esaminate in precedenza, a completezza dello studio, si effettua anche un'analisi con dati panel per evidenziare l'impatto delle variazioni del PIL reale sullo stock di NPL in rapporto al totale dei prestiti erogati. L'equazione stimata è la seguente:

$$NPL_t = \alpha + \beta_1 \times NPL_{t-1} + \beta_2 \times \Delta PIL_t + \beta_3 \times \Delta PIL_{t-1} + \beta_4 \times \Delta PIL_{t-2} + \varepsilon_t$$

I risultati dell'equazione stimata sono riportati in TAB. 6. Le stime indicano una relazione negativa tra lo stock di NPL in rapporto al totale dei prestiti e l'andamento del PIL reale. Nell'insieme dei paesi considerati, quindi, tende a prevalere la forza della relazione rinvenuta con l'analisi *time series* nei casi di Italia, Spagna, Francia e Germania. Inoltre, come è ragionevole attendersi, lo stock di NPL in rapporto al totale dei prestiti dell'anno t-1 risulta utile per spiegare lo stock di NPL in rapporto al totale dei prestiti dell'anno t.

TAB. 6 - Panel dinamico 6 Nazioni
(78 osservazioni)

H-matrix as per Ox/DPD Variabile dipendente:
NPL/Tot. prestiti Asymptotic standard errors

	<i>Coefficient</i>	<i>Std. Error</i>	<i>z</i>	<i>p-value</i>
NPL(-1)	0.964699	0.0386792	24.9411	<0.0001***
const	1.6853	0.751411	2.2428	0.0249 **
PILreale	-7.25771	1.3711	-5.2934	<0.0001***
PILreale_1	0.226444	1.34546	0.1683	0.8663
PILreale_2	-1.43437	1.44828	-0.9904	0.3220
Sum squared resid	67480.20		S.E. of regression	30.40372

Number of instruments = 71

Test for AR(1) errors: z = -3.18742 [0.0014] Test for

AR(2) errors: z = -1.04138 [0.2977]

Sargan over-identification test: Chi-square(66) = 83.4537 [0.0722] Wald (joint)

test: Chi-square(4) = 1150.27 [0.0000]



4. Conclusioni

L'analisi empirica sviluppata nelle pagine precedenti conferma quanto più volte sottolineato in letteratura e, da ultimo rilevato dal Governatore Visco (2015b) ancora nelle sue *Considerazioni finali*: “I crediti deteriorati sono soprattutto il lascito della lunga e profonda recessione”. Abbiamo visto infatti che l'andamento del PIL reale influenza negativamente tanto lo stock di NPL (in rapporto ai crediti lordi) quanto la sua variazione nel tempo, anche se la relazione non appare statisticamente significativa per la Svizzera e il Portogallo. In tutti i paesi si palesa persistenza: un aumento (diminuzione) del PIL oggi fa diminuire (aumentare) non solo il rapporto tra crediti deteriorati e crediti lordi oggi ma anche quello dei successivi due anni (la Spagna fa eccezione quanto a persistenza). Viceversa non sembra essere presente un significativo effetto *snowball*: non si ravvisa cioè un significativo aumento della variazione dei NPL oggi se essi sono aumentati ieri.

L'elasticità dei crediti deteriorati al PIL è molto elevata in Italia, Francia e Spagna, minore in Germania (non significativa, come s'è detto, in Svizzera e Portogallo). Ciò significa che nei tre grandi paesi “latini” l'andamento dei crediti deteriorati è più sensibile al ciclo economico che negli altri paesi esaminati. Inoltre sembra confermato che le politiche di austerità, varate in Spagna e Italia dal 2011, abbiano contribuito a peggiorare la qualità del credito bancario (innescando e rafforzando una seconda lunga recessione) e, conseguentemente, ad accrescere la rischiosità dei sistemi bancari di queste due nazioni. Non altrettanto si può dire per Francia e Germania, paesi in cui le misure di austerità – se ci sono state – sono comunque state di minore intensità, grazie al fatto che l'accesso ai mercati di quei debitori sovrani non è mai stato messo in discussione, e il Pil reale non ha subito una nuova caduta. Ciò induce a pensare che una corretta valutazione del rischio di credito

dei singoli istituti dovrebbe tenere adeguatamente conto dell'effetto, cumulato negli anni, degli andamenti macroeconomici sulla dinamica dei crediti deteriorati. Ovvero si dovrebbe pensare a individuare e valutare la dinamica e il livello del rapporto tra crediti deteriorati e crediti lordi al netto del ciclo, anche al fine di costruire misure di regolazione opportunamente tarate sui singoli paesi e non pro- cicliche, come invece rischiano di essere quelle basate sul malinteso principio che *one size fits all*.

Bibliografia

- Banca d'Italia (2016), *Relazione annuale per il 2015*, Roma.
- Beck R., P. Jakubik, A. Piloju (2013), “Non-performing loans: What matters in addition to the economic cycle?”, European Central Bank, Working Paper Series, No. 1515, febbraio.
- Ciavoliello L.G., F. Ciocchetta, F.M. Conti, I. Guida, A. Rendina, G. Santini (2016), “Quanto valgono i crediti deteriorati?”, Banca d'Italia, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, No. 3.
- EBA (2015), *Risk Assessment of the European Banking System*, dicembre.
- Jassaud N., K.Kang (2015), “A strategy for developing a market for nonperforming loans in Italy, IMF Working paper, WP/15/24.
- Klein N. (2013), “Non-performing loans in CESE: Determinants and macroeconomic performance”, IMF Working Paper, WP/13/72.
- Louzis D., A.T. Vouldis, V.L. Metaxas (2012), “Macroeconomic and bank-specific determinants of non-performing loans in Greece: A comparative study of mortgage, business and consumer loan portfolios”, *Journal of banking and Finance*, 36, 1012-1027.
- Visco I. (2015a), “Intervento del Governatore della Banca d'Italia”, 22° Congresso Assiom Forex, Torino, 30 gennaio.
- Visco I. (2015b), “Considerazioni finali del Governatore”, Roma, Banca d'Italia, 31 maggio.

3. L'IMPATTO DELLE NUOVE REGOLE DI RISOLUZIONE DELLA CRISI SUGLI STRUMENTI SOTTOPOSTI AL BAIL IN: UNA VERIFICA[♦]

Introduzione

In questo capitolo verrà analizzato in maniera approfondita il comportamento dei prezzi degli strumenti finanziari emessi dalle banche italiane, quotati su un mercato regolamentato e potenzialmente assoggettabili a *bail in*: le azioni, le obbligazioni subordinate e – solo in ultima battuta – le obbligazioni non subordinate. L'obiettivo dell'analisi è quello di verificare se gli investitori che hanno acquistato tali strumenti siano effettivamente consapevoli del diverso contenuto di rischio che li caratterizza e se l'entrata in vigore della nuova normativa *sul bail in* abbia in qualche modo alterato le aspettative e la percezione del rischio di coloro che avevano acquistato questi strumenti in un periodo in cui si era soliti far ricorso alle procedure di *bail out* per salvare le banche che si trovavano in situazioni di difficoltà.

1. Le nuove modalità di risoluzione e gli effetti sui prezzi degli strumenti emessi dalle banche

Le modalità di risoluzione delle crisi bancarie introdotte a seguito dell'approvazione della Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) hanno portato alla ribalta del pubblico il principio del *bail in* con tutte le conseguenze e gli impatti sulle passività potenzialmente aggredibili per realizzare il cosiddetto intervento privato in caso di crisi con richiesta di contribuzione ai soggetti portatori di posizioni di interesse nella banca, quali gli azionisti e i creditori della stessa

attraverso la sottoscrizione di passività della banca.

Sottoporre una banca a risoluzione comporta l'attivazione di un processo di ristrutturazione che ha l'obiettivo di evitare interruzioni nella prestazione dei servizi essenziali offerti dalla banca (ad esempio, i depositi e i servizi di pagamento), di ripristinare condizioni di sostenibilità economica della parte sana della banca e di liquidare tutti gli altri *assets*. Tutto ciò gestito da autorità indipendenti (appunto le cosiddette autorità di risoluzione) attraverso l'utilizzo di tecniche e poteri offerti ora dalla BRRD¹.

Tale procedura della risoluzione può essere applicata nei confronti di una banca se sono soddisfatte tutte le seguenti condizioni:

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

Per fare ciò le autorità di risoluzione potranno procedere con:

¹Qualora non fosse possibile avviare tale processo di risoluzione, l'alternativa è il ricorso alla liquidazione che, nel nostro paese, continua ad essere rappresentata dalla liquidazione coatta amministrativa (disciplinata dal Testo unico bancario) che consiste in una procedura speciale applicabile alle banche e agli altri intermediari finanziari, in quanto sostitutiva del fallimento, che invece si applica alle imprese di diritto comune.

[♦] A cura di Alberto Banfi e Francesca Pampurini



- la vendita di una parte dell'attività della banca ad un acquirente privato;
- il trasferimento temporaneo delle attività e delle passività della banca ad un'entità (*bridge bank*) costituita e gestita dalle autorità per proseguire le funzioni più importanti, in vista di una successiva vendita sul mercato;
- il trasferimento delle attività deteriorate della banca ad un veicolo (*bad bank*) affinché proceda con la loro liquidazione in tempi ragionevoli;
- l'applicazione del *bail in*, ossia la svalutazione di azioni e di crediti (convertendoli in azioni) per assorbire le perdite, e con la ricapitalizzazione della banca in difficoltà o della nuova entità che ne continui le funzioni essenziali².

L'intervento pubblico è previsto soltanto in circostanze straordinarie per evitare che la crisi di un intermediario abbia gravi ripercussioni sul funzionamento del sistema finanziario nel suo complesso. L'attivazione dell'intervento pubblico, come ad esempio la nazionalizzazione temporanea, richiede comunque che i costi della crisi siano ripartiti tra gli azionisti e i creditori attraverso l'applicazione di un *bail in* almeno pari all'8% del totale del passivo.

Ciò comporterebbe l'applicazione del *bail in* che consente alle autorità di risoluzione di disporre, al ricorrere delle condizioni di risoluzione, la riduzione del valore delle azioni e di alcuni crediti o la loro conversione in azioni per assorbire le perdite e ricapitalizzare la banca in misura sufficiente a ripristinare un'adeguata capitalizzazione e a mantenere la fiducia del mercato³.

È a questo punto che si pone la questione relativa all'impatto dell'applicazione del *bail in* sui prezzi degli strumenti finanziari assoggettabili a tale

procedura quali le azioni e le obbligazioni subordinate

Una prima rilevante questione conseguente a quanto sopra richiamato ha avuto per oggetto il 'timing' dell'applicabilità del ricorso al *bail in* degli strumenti emessi dalla banca. Le disposizioni entrate in vigore hanno optato per l'applicazione retroattiva. In altre parole è stato deciso che la clausola che consente alle autorità di risoluzione di intervenire per svalutarli o convertirli al ricorrere della condizione di risoluzione debba riguardare tutti i titoli in circolazione (e non solo quelli emessi successivamente all'approvazione delle nuove modalità di intervento). In realtà, è stato anche proposto (ad esempio dalle autorità italiane⁴) di applicare il *bail in* solamente agli strumenti finanziari di nuova emissione allo scopo di dare tempo agli investitori di acquisire dimestichezza e consapevolezza sulle nuove disposizioni e alle banche di dotarsi di un adeguato "cuscinetto" di strumenti assoggettabili al *bail in*, nonché di prevedere un "periodo di grazia" di un paio d'anni prima dell'entrata in vigore di tali norme. Tuttavia – come in più di un'occasione sottolineato dalle nostre autorità di vigilanza – le obiezioni formulate nelle sedi tecniche (assieme al Ministero dell'Economia e delle Finanze) relativamente all'applicazione retroattiva e all'assenza di differimento temporale di applicazione non hanno trovato ascolto in sede europea soprattutto per le pressioni provenienti da ambienti politici dei paesi del Nord Europa⁵.

Tenuto conto di quanto premesso, una analisi dell'impatto di tali disposizioni sui prezzi/valori degli strumenti finanziari emessi dalle nostre

² Cfr BANCA D'ITALIA, *Cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie*, Roma, 2015, p. 2-3.

³ Cfr BANCA D'ITALIA, *Cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie*, Roma, 2015, p. 4.

⁴ Cfr VISCO, Intervento Assiom Forex 30 gennaio 2016.

⁵ ROSSI S., *L'Unione bancaria nel processo di integrazione europea*, Intervento al Convegno "Unione bancaria europea e rapporto banca impresa", Cuoa, Altavilla vicentina, 7 aprile 2016, p. 7-8.

banche (e in particolare le azioni e le obbligazioni subordinate) non può non tener conto del fatto che il coinvolgimento dei loro portatori è avvenuto in modo inatteso al momento dell'originaria sottoscrizione di tali strumenti, ancorché implicitamente previsto nelle caratteristiche tecniche di tali strumenti.

2. L'analisi di impatto sui prezzi: il campione considerato

Per procedere con l'analisi dell'eventuale impatto dell'annuncio di tali disposizioni sui prezzi degli strumenti finanziari emessi dalle banche italiane, si sono presi in considerazione tre distinti campioni rappresentati – rispettivamente – dalle azioni, dalle obbligazioni subordinate e dalle altre obbligazioni in circolazione a fine maggio 2016 e censite nel database di Thomson Reuters Eikon⁶. Sono state scelte queste tre categorie di strumenti finanziari emesse dalle banche italiane per le seguenti ragioni.

Nel caso delle azioni si tratta di strumenti finanziari comunque “di rischio” – come appunto sono gli investimenti in azioni – e quindi ci si attende che i loro prezzi non abbiano risentito dell'aumentato grado di rischio di tale investimento a seguito dell'introduzione del *bail in*.

Nel caso delle obbligazioni subordinate si tratta della tipologia di strumenti finanziari che potenzialmente dovrebbe subire maggiore impatto sui prezzi dal momento che si troverebbero “in prima linea” come crediti non tutelati in caso di applicazione della procedura, anche se, ragionevolmente, l'impatto sui prezzi dovrebbe manifestarsi solo quando sono molto probabili le aspettative di crisi della banca emittente. Nel caso

specifico, però, l'impatto emotivo dell'annuncio del nuovo metodo di risoluzione (a cui va aggiunta anche una buona dose di informazione non particolarmente attenta e corretta divulgata dai media su tali questioni) potrebbe aver generato nell'immediato del “panico” con la conseguente corsa allo smobilizzo degli investimenti in obbligazioni subordinate di tutte le banche (e non – come ci si dovrebbe aspettare – solo degli investimenti nelle obbligazioni delle banche ritenute potenzialmente più rischiose).

Nel caso, infine, delle altre obbligazioni emesse dalle banche (rappresentative quindi di crediti vantati dagli investitori con un grado di protezione decisamente più elevato in caso di *bail in*) non ci si dovrebbe attendere un impatto sui loro prezzi in concomitanza dell'annuncio delle nuove modalità di risoluzione delle crisi.

L'analisi è stata condotta prendendo in considerazione un arco temporale compreso tra il maggio 2014 e il maggio 2016, ossia un periodo che parte subito a ridosso dell'approvazione – avvenuta nell'aprile del 2014 – da parte del Parlamento europeo della Direttiva BRRD che ha appunto introdotto il principio del *bail in* nella risoluzione delle crisi bancarie.

Come riportato sopra, nell'analisi si sono considerati i prezzi degli strumenti emessi dalle banche italiane rappresentati da azioni, obbligazioni subordinate e altre obbligazioni in circolazione a fine maggio 2016.

Al riguardo, per ciò che concerne le azioni sono state prese in considerazione le azioni delle 12 banche quotate.

Nel caso delle obbligazioni subordinate, il campione è risultato composto da 113 prestiti (emessi da 22 banche) per un controvalore all'emissione pari a 51,3 miliardi di euro (TAB. 1); di essi la quasi totalità (103 prestiti per un controvalore all'emissione di 48,6 miliardi di euro) risultano oggetto di negoziazione in un

⁶ Dalla medesima fonte sono stati ottenuti i dati relativi alle caratteristiche dei prestiti obbligazionari e ai loro prezzi.



mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione.

Per quanto riguarda le altre obbligazioni, a fine maggio 2016 erano censiti dal database considerato 3082 prestiti emessi da banche (per un controvalore di 321,8 miliardi di euro)⁷; di essi, 1123 prestiti (per un controvalore di 276,5 miliardi di euro) sono stati emessi da 20 delle 22 banche che alla stessa data avevano in circolazione prestiti obbligazionari subordinati (si rinvia alla TAB. 1).

TAB. 1 – Consistenze di obbligazioni bancarie tradizionali e subordinate

	numero	controvalore (mld di €)
Bond tradizionali	3,082	321.8
di cui emessi dai medesimi emittenti delle subordinate	1,123	276.5
Bond subordinati	113	51.3

Fonte: nostre elaborazioni su dati Eikon

Nel complesso il campione analizzato risulta ben rappresentativo del mercato italiano (copre circa il 64% del mercato) in quanto a fine marzo 2016 risultavano in circolazione obbligazioni bancarie per un ammontare pari a 585,7 miliardi di Euro⁸. Con riferimento alle obbligazioni subordinate il nostro campione copre la quasi totalità del mercato (82%) in quanto le obbligazioni bancarie subordinate in essere a fine ottobre 2015 ammontavano a 67,2 miliardi⁹.

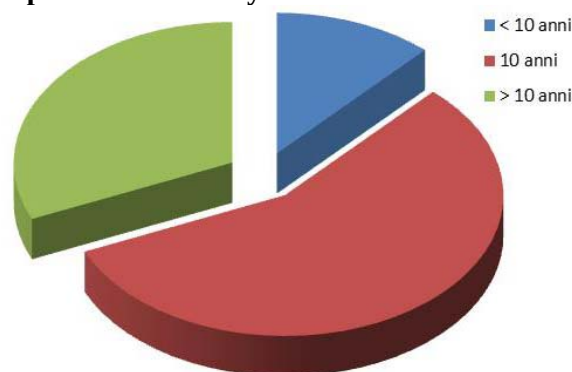
⁷ Di essi la netta maggioranza è rappresentata da obbligazioni ordinarie (2493 prestiti per un controvalore di 150 miliardi di euro) e da covered bond (105 prestiti per un controvalore di 92,5 miliardi di euro).

⁸ Cfr. tavola a13.6 Appendice alla Relazione Annuale sul 2015 della Banca d'Italia, pag. 109.

⁹ Cfr. Informazioni sui detentori di obbligazioni subordinate. Banca d'Italia febbraio 2016.

Diversamente dalle obbligazioni senior, che sono per la maggior parte costituite da titoli a più breve termine (85% del controvalore presenta una durata inferiore ai dieci anni) rispetto alle obbligazioni subordinate che presentano invece una *maturity* all'emissione maggiore; più della metà (57% in termini di controvalore) dei titoli in circolazione presenta una scadenza decennale, oltre ad una discreta presenza di emissioni a dodici anni (FIG. 1).

FIG. 1 – Obbligazioni bancarie subordinate rispetto alla maturity all'emissione



Fonte: nostre elaborazioni su dati Eikon

Tutto ciò è in linea con la funzione economica di uno strumento quale un'obbligazione subordinata che, rappresentando una forma ibrida tra lo strumento obbligazionario e lo strumento di capitale, assolve anche una funzione di presidio dei rischi ed è importante che si configuri come una forma di raccolta mediamente stabile nel tempo. Per le stesse motivazioni le obbligazioni subordinate sono spesso caratterizzate dalla presenza di una cedola fissa: nel nostro campione più dell'83% delle emissioni in termini di controvalore presenta questa caratteristica; al contrario, le obbligazioni tradizionali nella maggior parte dei casi offrono ai loro possessori una cedola variabile nel tempo.

3. L'evoluzione dei prezzi degli strumenti emessi dalle banche

Per poter condurre alcune riflessioni sull'impatto che la nuova normativa sul *bail in* ha avuto sui prezzi degli strumenti bancari e sull'atteggiamento degli investitori nei confronti del sistema bancario in generale, sono stati analizzati in maniera più approfondita gli strumenti quotati presenti nel nostro campione.

A tale scopo è stato costruito un sub-campione composto dalle banche per le quali è stato possibile reperire dati relativi ai prezzi delle azioni, delle obbligazioni tradizionali e delle obbligazioni subordinate. La composizione di tale

gruppo costituito dalle banche con azioni quotate in borsa è illustrata nella TAB. 2.

Per ciascuno strumento del sub campione sono stati individuati i rendimenti anomali registrati nel corso dell'ultimo biennio (dal maggio 2014 al maggio 2016) e sulla base di questi ultimi si è operato un duplice confronto. Dapprima sono stati confrontati tra loro i rendimenti anomali di tutti i titoli obbligazionari subordinati presenti nel campione al fine di individuare i fenomeni sistematici dovuti ad eventi che hanno interessato l'intero settore rispetto ad eventuali comportamenti isolati dovuti al rischio specifico legato ad ogni emittente.

TAB. 2 – Composizione del campione di emittenti e di strumenti obbligazionari

EMITTENTI:	Numero di emissioni		Controvalore (mld di €)	
	subordinate	tradizionali	subordinate	tradizionali
Intesa Sanpaolo	22	246	20,27	67,20
UniCredit	24	169	11,03	59,47
Banco Popolare	10	24	4,38	14,04
Monte dei Paschi	9	65	3,45	23,19
Unione di Banche Italiane	6	35	3,07	12,60
Mediobanca	3	98	1,45	16,42
Banca Carige	7	7	1,13	3,17
Banca Popolare di Milano	3	6	1,03	5,05
Banca Popolare dell'Emilia Romagna	3	7	0,52	4,08
Banca Popolare DI Vicenza	1	68	0,20	4,16
Credito Emiliano	1	10	0,20	2,86
Credito Valtellinese	1	8	0,10	1,36
Totale complessivo	90	743	46,82	213,61

Fonte: nostre elaborazioni su dati Eikon

In un secondo momento le banche presenti nel sub campione sono state osservate una ad una e si è operato un confronto tra i rendimenti anomali registrati dalle diverse categorie di titoli emessi dal medesimo emittente con l'obiettivo di verificare se le eventuali anomalie si sono riflesse

con modalità differenti sui diversi strumenti finanziari.

In generale ci si attende che a seguito di uno shock di mercato, quale l'entrata in vigore della nuova normativa sul *bail in*, si possano verificare "crisi di panico" da parte di quegli investitori che hanno acquistato strumenti di investimento



assoggettabili a *bail in* emessi da banche che si vengono a trovare in situazioni di potenziale difficoltà. Ipotizzando di trovarsi in un contesto di mercati efficienti sui quali operano investitori razionali, la crisi di panico generata dalla nuova normativa dovrebbe impattare unicamente sugli strumenti emessi dalle banche che si trovano in una situazione di difficoltà finanziaria che rende maggiormente probabile il ricorso al salvataggio interno da parte dei creditori (oltre che degli azionisti). Anche in questi casi, tuttavia, i possessori di strumenti finanziari emessi dalla banca in difficoltà godono di un diverso livello di tutela in funzione della tipologia di strumento nel quale hanno investito (si veda il paragrafo iniziale); pertanto l'effetto panico dovrebbe interessare in modo massiccio gli strumenti oggetto di *bail in*, mentre non dovrebbe impattare in alcun modo (o comunque solo in maniera parziale) sugli altri strumenti.

E ancora, all'interno della categoria degli strumenti oggetto di *bail in* un caso a parte è quello delle azioni; i titoli azionari sono considerati da sempre i titoli più rischiosi per eccellenza in quanto rappresentano il primo presidio sul quale gravano le eventuali perdite generate da una cattiva gestione della banca. Ciò significa che la recente introduzione della normativa sul *bail in* non dovrebbe aver avuto alcun impatto sulle azioni bancarie in quanto la loro funzione economica e il loro contenuto di rischio non sono cambiati.

Di seguito vengono illustrati i risultati delle due indagini svolte.

L'analisi dei rendimenti delle obbligazioni subordinate ha permesso di mettere in risalto, per ciascuno strumento e per ciascun emittente, i periodi nei quali sul mercato si è osservato un comportamento anomalo da parte degli investitori. In questa analisi si parla di comportamento anomalo ogniqualvolta il rendimento di uno

strumento in una determinata giornata si attesta su un livello eccessivamente alto oppure eccessivamente basso rispetto ai giorni che lo precedono e ai giorni che lo seguono¹⁰. L'osservazione di un rendimento particolarmente basso (alto) che si ripete per alcuni giorni consecutivi indica che sul mercato in cui è stato negoziato lo strumento si è registrata una discesa (salita) del prezzo dovuta probabilmente ad un'ondata di vendite (acquisti) da parte degli investitori in seguito ad una notizia particolarmente negativa (positiva). Come è noto, il rischio di mercato è il risultato di due componenti che interagiscono tra loro: il rischio specifico e il rischio sistematico. Il primo è legato agli eventi e alle notizie che riguardano in modo particolare un singolo emittente (ossia una singola banca, nel nostro caso) e che sono riflesse nel prezzo degli strumenti finanziari ad esso riconducibili. Il rischio sistematico è, invece, generato dagli eventi che interessano l'intero sistema nel quale opera l'emittente o l'intero mercato su cui i titoli vengono scambiati; in questo secondo caso una notizia particolarmente positiva o negativa tende a gonfiare o a deprimere i corsi di tutti gli strumenti emessi da aziende riconducibili al medesimo settore o al medesimo mercato.

Nel caso degli strumenti obbligazionari, sia subordinati che tradizionali, ciascuna emissione, ancorché effettuata dalla medesima banca, possiede caratteristiche morfologiche peculiari che a volte possono risultare davvero molto diverse da un'emissione all'altra. Pertanto, in

¹⁰ Dal punto di vista tecnico per individuare i giorni di rendimento anomalo per ciascuno strumento è stata osservata la distribuzione dei rendimenti (logaritmici) giornalieri da maggio 2014 a maggio 2016. Le giornate di rendimento anomalo sono state definite come quelle giornate in cui il rendimento ha raggiunto un livello superiore alla media più due deviazioni standard oppure inferiore alla media meno due deviazioni standard rispetto alla distribuzione totale.

questa analisi, per stabilire se i rendimenti anomali registrati da un particolare strumento fossero legati alle caratteristiche peculiari dello stesso (e dunque poco rilevanti ai fini dell'analisi) oppure fossero una vera e propria conseguenza di una notizia riguardante la banca emittente, si è operato un confronto di tipo “orizzontale”; in altri termini, per ogni giornata di negoziazione sono stati osservati simultaneamente i rendimenti di tutti gli strumenti riconducibili alla medesima banca. Sono state considerate anomale unicamente quelle giornate in cui la maggior parte delle emissioni (della stessa banca) ha rivelato un rendimento anomalo¹¹. Infine, è stato necessario individuare i casi in cui le anomalie hanno riguardato soltanto uno specifico emittente (a causa di notizie relative ad una particolare banca) rispetto ai casi in cui i rendimenti anomali hanno interessato tutta la categoria di strumenti subordinati dando quindi origine a un fenomeno di panico di massa. Per far ciò si è provveduto a ricercare quei giorni (o quei periodi) in cui la maggior parte delle banche del campione mostrava, simultaneamente, la presenza di anomalie.

Nel nostro campione la maggior parte dei rendimenti anomali osservati sui singoli strumenti obbligazionari subordinati nel biennio di indagine sono risultati casi isolati legati ad eventi particolari che hanno interessato solo singole banche (come esempio, le vicende del salvataggio delle quattro banche fallite, le vicende di Banca

Popolare di Vicenza oppure di Veneto Banca o ancora Monte dei Paschi e Carige).

In tre casi, tuttavia, si è riscontrata la presenza di rendimenti anomali che hanno coinvolto quasi tutte le banche del campione. Tali fenomeni si sono verificati nel corso dei mesi di dicembre 2015, gennaio 2016 e febbraio 2016. In tutti questi casi sembra lecito parlare di “crisi di panico” in quanto la causa che ha spinto i risparmiatori ad effettuare vendite massicce di titoli è riconducibile alla diffusione di notizie dai risvolti particolarmente preoccupanti. Questo fenomeno è caratterizzato dal fatto che quando la notizia negativa viene rilasciata dai media (spesso con toni allarmanti, ma senza una vera e propria spiegazione tecnica che possa aiutare l'investitore a riflettere sui contenuti e a comprendere l'effettivo impatto che tale evento avrà sui suoi investimenti), si scatena negli investitori inconsapevoli un timore generalizzato verso alcuni strumenti finanziari e nasce quindi il bisogno di “vendere tutto e subito ad ogni costo”. In questi casi il fenomeno delle vendite massive coinvolge l'intero mercato, sia le banche ritenute solide (verso le quali l'investitore razionale non dovrebbe mutare atteggiamento), sia le banche che si trovano in situazioni considerate più problematiche e quindi ritenute più vicine al dissesto. Ciò avviene perché gli investitori spesso non sono in grado di valutare autonomamente lo stato di salute della banca né i reali rischi insiti nello strumento in cui hanno investito. In quasi tutti i casi di “crisi da panico” individuati nella nostra analisi si è notato che a seguito del crollo dei prezzi generato dalle vendite in massa, nel giro di pochi giorni i corsi sono rimbalzati e sono tornati sui livelli immediatamente precedenti il crollo. Ciò avvalorava ancor più l'ipotesi che le vendite massicce sono state innescate da un atteggiamento irrazionale degli investitori di fronte alla notizia negativa; atteggiamento che è

¹¹ Parallelamente all'analisi dei rendimenti è stata condotta anche un'analisi della volatilità con l'obiettivo di dare maggior robustezza ai risultati. Pertanto sono state individuate non soltanto le giornate in cui i prezzi si sono mossi eccessivamente al rialzo o eccessivamente al ribasso, ma anche le giornate in cui gli stessi prezzi hanno mostrato un'eccessiva volatilità (volatilità superiore/inferiore alla media ± 2 deviazioni standard). Le giornate osservate con maggior attenzione sono state quelle in cui entrambe gli indicatori deponevano a favore di una anomalia.



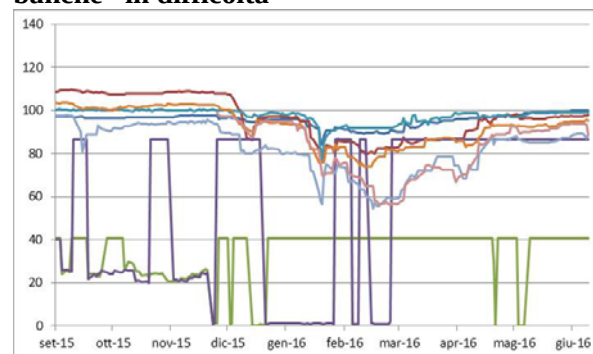
venuto meno nel momento in cui si è compreso che il reale impatto sarebbe stato ben più limitato e circoscritto rispetto agli allarmismi iniziali.

4. Andamento dei prezzi ed eventi rilevanti per le banche italiane

Tornando ai casi di *panic selling* individuati nella nostra analisi si illustreranno di seguito gli eventi che li hanno generati e le conseguenze che essi hanno prodotto. Nel dicembre 2015 l'ondata di vendite che ha investito il mercato è durata circa una settimana (dal 9 al 14 dicembre) e ha fatto seguito all'annuncio della decisione del Unione Europea di vietare il salvataggio delle quattro banche in crisi (Banca Marche, Banca popolare dell'Etruria e del Lazio, Carichieti e Cassa di risparmio di Ferrara) con l'intervento del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, in quanto considerato paragonabile ad un aiuto di stato (sebbene il fondo sia quasi completamente finanziato con i versamenti da parte delle banche del sistema e dunque con fondi di natura privata). La soluzione adottata da Banca d'Italia al fine di evitare la procedura di infrazione da parte Commissione Europea è stata definita "la soluzione meno cruenta"¹² che ha permesso di assicurare la continuità operativa delle banche ed evitare il *bail in* (che sarebbe entrato in vigore di lì a pochi giorni) di tutti i creditori i cui risparmi erano stati raccolti sotto forma di depositi, conti correnti e obbligazioni non subordinate. L'intervento di risoluzione adottato ha causato l'azzeramento del valore delle azioni e delle obbligazioni subordinate delle quattro banche in causa generando gravi perdite nei portafogli di coloro che possedevano tali strumenti; purtroppo l'entità del danno è stata aggravata dal fatto che la maggior parte dei detentori dei titoli rischiosi erano proprio i risparmiatori retail che avevano

sottoscritto i titoli obbligazionari subordinati, senza forse rendersi pienamente conto – al momento della sottoscrizione - dell'effettivo livello di rischio associato a tali strumenti. L'ondata di panico che si è diffusa nei giorni successivi è stata progressivamente alimentata dalle notizie di stampa e ha avuto un effetto dirompente sulle negoziazioni e di conseguenza sui prezzi delle obbligazioni subordinate, tanto che in alcuni casi si sono registrate perdite superiori ai 13 punti percentuali. Tutti gli strumenti obbligazionari subordinati in circolazione sono stati coinvolti nel crollo dei prezzi in maniera indistinta, indipendentemente dalla situazione strutturale e finanziaria della banca emittente: sono crollati sia i titoli delle banche problematiche, sia i titoli delle banche sane, sebbene la diminuzione di prezzo dei prestiti obbligazionari subordinati emessi dalle banche sane sia stata di minore entità come si nota dai FIGG. 2 e 3.

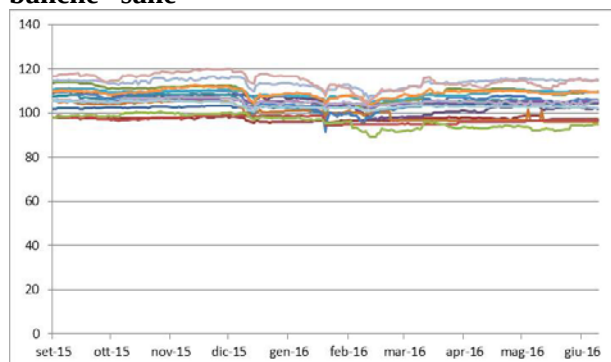
FIG. 2 – Andamento dei prezzi delle principali obbligazioni bancarie subordinate emesse da banche "in difficoltà"



Fonte: nostre elaborazioni su dati Eikon

¹² Cfr. Bankitalia: sul fondo tutela stop Ue, Il sole 24 ore 10 dicembre 2015 pag. 7

FIG. 3 – Andamento dei prezzi delle principali obbligazioni bancarie subordinate emesse da banche “sane”



Fonte: nostre elaborazioni su dati Eikon

Una delle principali motivazioni che sta alla base del *panic selling* è certamente relativa al fatto che la maggior parte delle obbligazioni bancarie subordinate è detenuta dalle famiglie, ossia da una categoria di investitori che non sempre è in grado di cogliere il profilo di rischio/rendimento di questi strumenti (si veda la TAB. 3). Questi investitori inconsapevoli risultano piuttosto vulnerabili alle notizie (soprattutto negative) diffuse dai media e tendono a vendere (o acquistare) in massa senza valutare se la banca emittente sia tra quelle sane o tra quelle problematiche.

L'effetto del *panic selling* è tuttavia risultato effimero in quanto nei primi due giorni della settimana successiva sono bastate alcune (buone) notizie, relative alla volontà del governo di trovare una soluzione per risarcire, almeno parzialmente, i risparmiatori coinvolti nei default, per far tornare l'ottimismo sui mercati e riportare i corsi dei titoli sui livelli precedenti.

TAB. 3 – Titoli obbligazionari subordinati in essere a fine ottobre 2015

	Importo (mld €)	Quota
Settori detentori:		
Banche italiane	11,6	17,2%
di cui titoli temporaneamente riacquistati dall'emittente	8,5	12,7%
Famiglie italiane	31,0	46,1%
Altri settori istituzionali di cui:	8,1	12,0%
Altri intermediari finanziari	3,1	4,7%
fondi	2,2	3,3%
imprese	2,2	3,3%
Investitori esteri	13,2	19,7%
Non classificabili	3,4	5,0%
Totale	67,2	100%

Fonte Banca d'Italia

Un altro crollo generalizzato dovuto ad una crisi di panico da parte degli investitori è quello registrato nel gennaio 2016. Tra il 18 e il 20 gennaio i corsi delle obbligazioni subordinate bancarie subiscono un'importante flessione che in alcuni casi sfiora i 30 punti percentuali; anche in questo caso il *panic selling* coinvolge gli strumenti di tutti gli istituti, indipendentemente dalla loro solidità (si vedano FIGG. 2 e 3). Il panico è generato dalle notizie diffuse dai media sulle criticità che continuano ad affliggere il sistema bancario: la mancanza di prospettive circa le operazioni di consolidamento che avrebbero dovuto contribuire al risanamento dell'intero settore, l'entrata in vigore definitiva della normativa sul *bail in* che – oltre ad aver minato la fiducia dei risparmiatori – ha comportato per le banche più deboli ulteriori difficoltà in termini di raccolta in quanto i clienti hanno cominciato a spostarsi verso gli istituti considerati più solidi e, infine, la notizia più allarmante, l'annuncio di una



nuova serie di ispezioni da parte della BCE (in particolare su sei banche italiane) con l'obiettivo di monitorare l'ammontare di crediti deteriorati nei portafogli. In quest'ultimo caso la crisi di sfiducia è alimentata anche dall'incertezza circa le misure da adottare per risolvere il problema: la possibilità di costituire una *bad bank*, un fondo specializzato o comunque una garanzia pubblica per le banche che intendono smobilizzare i crediti deteriorati. All'epoca, infatti, la Commissione Europea continuava a ritardare l'autorizzazione al Governo italiano a procedere in una di queste direzioni.

Anche in questo caso, come nel precedente, le prime notizie positive diffuse dai media nei giorni successive hanno in breve tempo neutralizzato gli effetti del crollo e nel giro di una settimana i prezzi delle obbligazioni subordinate sono tornati sui livelli precedenti. I segnali positivi che hanno ridato fiducia sui mercati hanno riguardato l'annuncio di Draghi che ha manifestato la sua fiducia per l'elevato livello di garanzie possedute dalle banche italiane (che neutralizzano in parte gli effetti negativi dei *non performing loans* sulla solidità delle banche) e che ha escluso la possibilità che la Banca Centrale Europea avesse intenzione di chiedere nuovo capitale alle banche italiane.

Un fenomeno molto simile è quello che si verifica nel periodo a cavallo tra il 9 e il 10 febbraio 2016. Un'ondata di notizie cariche di sfiducia nella ripresa economica e nella politica monetaria delle principali banche mondiali genera una forte caduta dei prezzi di azioni e di obbligazioni. Questa volta il crollo coinvolge tutti i settori dell'economia, sebbene il settore bancario sia quello che subisce i maggiori danni. Anche in questo caso la ripresa del mercato arriva puntuale e nel giro di pochi giorni i prezzi tornano sui livelli precedenti spinti dalle notizie positive riguardanti soprattutto il settore bancario.

5. Il confronto tra i prezzi dei titoli subordinati e degli altri strumenti finanziari

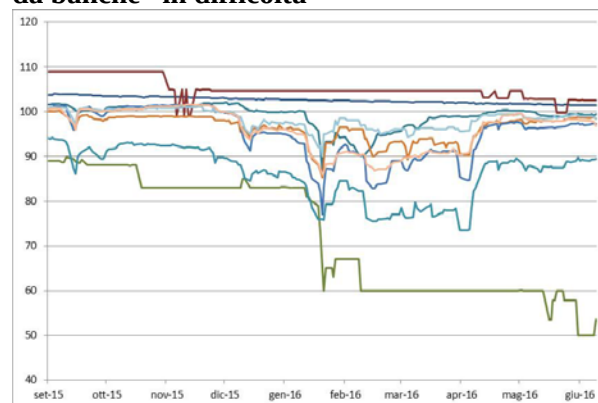
L'analisi sin qui condotta si è focalizzata unicamente sul comportamento dei prezzi delle obbligazioni bancarie subordinate quotate e ha messo in evidenza alcuni fenomeni di *panic selling* che hanno interessato il nostro mercato. Questi eventi sono stati causati dall'agire congiunto di una serie di fattori concomitanti quali la forte presenza di investitori *retail* tra i possessori di obbligazioni subordinate, l'entrata in vigore della nuova normativa sul *bail in*, la crisi di sfiducia verso il sistema bancario innescata da un eccesso di *non performing loans* nei portafogli delle banche, dal fallimento simultaneo di quattro banche italiane, dai diffusi dubbi circa la reale solidità patrimoniale degli istituti e l'aggressività con cui la Commissione Europea ha imposto misure restrittive e modificato le "regole del gioco" negando l'utilizzo di strumenti di salvataggio ampiamente diffusi fino a poco tempo prima.

Per comprendere se il mercato abbia effettivamente colto i contenuti della normativa sul *bail in* si è provveduto a confrontare l'andamento dei prezzi delle obbligazioni bancarie subordinate con i prezzi delle obbligazioni tradizionali e dei titoli azionari del campione già descritto nella precedente TAB. 2.

I risultati dell'analisi hanno confermato le aspettative in quanto nei periodi in cui si sono riscontrati rendimenti anomali (già descritti in precedenza) dovuti al repentino crollo dei prezzi delle obbligazioni subordinate seguito da un'altrettanta rapida ripresa dei corsi i fenomeni di *panic selling* hanno riguardato quasi esclusivamente gli strumenti ibridi. I titoli azionari hanno subito oscillazioni piuttosto contenute, a testimonianza del fatto che gli azionisti non hanno percepito un aumento della rischiosità del loro investimento a seguito

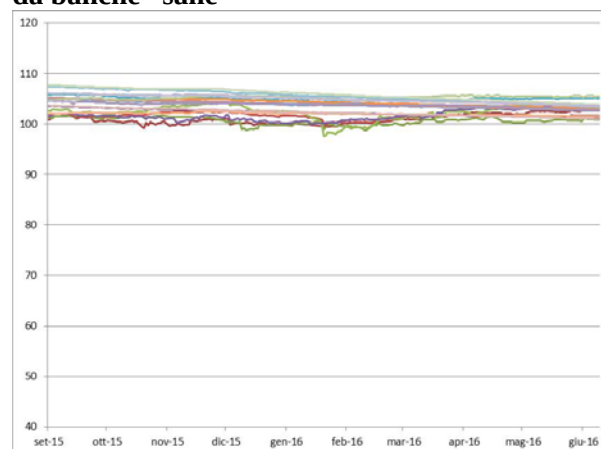
dell'entrata in vigore della normativa sul *bail in*. Infine, nel caso delle obbligazioni non subordinate, non si sono registrati casi particolari di anomalie nei rendimenti o nell'andamento dei prezzi causate dalle novità introdotte. In entrambe i casi, per le azioni, ma soprattutto per le obbligazioni non subordinate, i movimenti anomali individuati nell'analisi sono riconducibili ad eventi che hanno interessato alcune singole banche che si sono trovate al centro di vicende particolarmente problematiche che ne hanno messo in discussione la stabilità. Le FIGG. 4 e 5 illustrano le differenze tra l'andamento dei prezzi delle obbligazioni non subordinate emesse da banche in difficoltà e da banche sane e mostrano come le anomalie siano riscontrabili soltanto nelle prime. Inoltre, confrontando questi dati con quelli riportati nelle precedenti FIGG. 2 e 3 si nota che la diminuzione dei prezzi che si è avuta per le obbligazioni tradizionali (che pur ha interessato poche banche) è sostanzialmente risibile rispetto alle dinamiche registrate nel caso dei prestiti obbligazionari subordinati. Ancora una volta queste evidenze confermano l'idea che la nuova normativa sul *bail in* non ha danneggiato l'intero settore bancario, ma ha circoscritto i suoi effetti soltanto agli intermediari più vicini al rischio di default e ha colpito principalmente gli strumenti realmente più rischiosi.

FIG. 4 – Andamento dei prezzi delle principali obbligazioni bancarie non subordinate emesse da banche “in difficoltà”



Fonte: nostra elaborazione su dai Eikon

FIG. 5 – Andamento dei prezzi delle principali obbligazioni bancarie non subordinate emesse da banche “sane”



Fonte: nostra elaborazione su dai Eikon



Conclusioni

La nuova normativa sul *bail in* è stata la principale responsabile del mutato atteggiamento degli investitori nei confronti delle banche poiché ha parzialmente modificato le aspettative di coloro che detenevano (e detengono tutt'ora) strumenti obbligazionari e, secondo quanto descritto dai media, ha innescato una crisi di sfiducia verso l'intero settore. Nella realtà dei fatti, tuttavia, la nuova disciplina non modifica i diritti delle diverse categorie di investitori, ma introduce unicamente un divieto all'utilizzo di capitali esterni (pubblici) per il salvataggio delle banche in crisi. Ciò significa che l'introduzione della nuova normativa non dovrebbe aver impattato sulle aspettative di coloro che detengono azioni bancarie (e dunque sui prezzi di queste ultime), in quanto l'investimento azionario è da sempre ritenuto un investimento rischioso il cui valore si azzerava in caso di default. Analogamente, anche per i detentori di obbligazioni non subordinate, le prospettive non cambiano molto in quanto è stato ribadito più volte che l'eventualità che il loro valore venga intaccato in caso di default è davvero molto remota. Solo per i possessori di obbligazioni subordinate vi è un peggioramento rispetto alla situazione precedente; nulla cambia a livello teorico in quanto tali strumenti, per loro stessa natura, sono strumenti ibridi destinati a trasformarsi in capitale qualora le azioni non siano sufficienti ad assorbire il default; tuttavia mentre in passato, prima di intaccare il valore degli strumenti ibridi si era soliti salvare la banca in crisi con l'utilizzo di fondi esterni, la nuova normativa impedisce tale soluzione e obbliga la conversione delle obbligazioni subordinate, ciascuna secondo il proprio grado di *seniority*.

I risultati del lavoro svolto in questa sede sembrano confermare quanto appena esposto; o meglio, evidenziano come le reazioni condizionate eccessivamente da fattori "non razionali" - che

hanno portato a improvvise flessioni dei prezzi dei titoli maggiormente esposti dal cambiamento delle regole di risoluzione - sono quasi subito seguiti opportuni e più coerenti aggiustamenti di prezzo. Gli strumenti finanziari quali le azioni e le altre obbligazioni non hanno subito particolari condizionamenti ancorché qualche movimento anomalo di prezzo superiore alle attese si è verificato nel caso delle obbligazioni.



4. IL FONDO ATLANTE: UN PICCOLO PASSO PER LA SOLUZIONE AL PROBLEMA DEI CREDITI DETERIORATI (E NON SOLO)*

Introduzione

L'elevato livello dei crediti deteriorati e in particolare delle sofferenze¹ nei portafogli delle banche italiane è uno dei principali problemi cui istituzioni internazionali, autorità di vigilanza (europea e italiane) e banche dedicano oramai da un anno la massima attenzione. Le sofferenze lorde complessive ammontano a fine 2015 a circa 210 miliardi con un tasso di copertura pari a 58,7; pertanto le sofferenze nette ammontano a 87 miliardi.

Nonostante nel 2015 siano state cedute e cancellate dai bilanci bancari circa 9 miliardi di sofferenze (lorde), circa il doppio del 2014², la riduzione di queste poste dai bilanci delle banche italiane risulta ancora molto (troppo) graduale.

Gli ostacoli alla riduzione dei crediti deteriorati – talvolta si usa il termine meno tecnico “smaltimento” – non costituiscono una preoccupazione solo per le autorità di vigilanza ma, ovviamente, anche per le stesse banche, dal momento che elevati stock di prestiti inesigibili costituiscono un freno alla loro redditività e in alcuni casi anche una minaccia alla loro stabilità.

Anche il Governo è intervenuto più volte nel corso dell'ultimo anno per favorire la riduzione dei prestiti deteriorati e per incentivare indirettamente una più robusta offerta di credito alle imprese. Dopo avere preso atto a metà del 2015 dell'impossibilità di costituire, similmente ad altri paesi europei, una vera e propria *bad bank* con il sostegno pubblico, ha emanato una serie di provvedimenti volti a favorire una più efficace gestione dei *Non Performing Loans* (NPL) da parte delle singole banche.

Un primo passo è stato compiuto dal Governo nel giugno 2015 quando ha emanato un provvedimento (decreto legge n. 83/2015 e relativa legge di conversione 132/2015) con il quale da un lato si è cercato di rendere più efficienti le procedure concorsuali ed esecutive così da portare nel medio termine a un aumento del valore di recupero del credito; dall'altro, si è modificato il trattamento fiscale delle svalutazioni e perdite su crediti, consentendone la deducibilità in un unico anno anziché in cinque, come accadeva nel regime previgente, con effetti anche in questo caso limitati nel breve periodo (Bongini et al, La Voce, luglio 2015).

Il secondo passo per agevolare lo smaltimento della componente più rischiosa dei NPL presenti nelle banche italiane si è avuto a febbraio 2016 (decreto legge 18/2016 e relativa legge di conversione 49/2016) ed è rappresentato dall'offerta da parte del Tesoro di una Garanzia pubblica sulla Cessione delle Sofferenze (la cd. GACS).

Da ultimo, in un contesto di crescente difficoltà, nell'aprile 2016 è stata avviata in tempi molto rapidi (meno di tre settimane) quella che è stata definita una “operazione di sistema”: la costituzione del Fondo Atlante. L'ideazione dell'operazione e i suoi rapidi tempi di realizzazione sono stati determinati dalla constatazione, da parte di alcune banche,

* A cura di Maria Luisa Di Battista e Laura Nieri.

¹ Il termine crediti deteriorati (in inglese *Non Performing Loans*) comprende le sofferenze, i crediti scaduti da oltre 90 giorni e le inadempienze probabili. Le sofferenze costituiscono pertanto una sottocategoria dei NPL e rappresentano un concetto italiano, non armonizzato, che distingue le esposizioni di qualità creditizia peggiore dalle altre esposizioni deteriorate.

² A queste si aggiungono le sofferenze di 8,5 miliardi delle banche poste in risoluzione (Fonte: Banca d'Italia, Relazione Annuale, 2016).

fondazioni, ma anche autorità di vigilanza e governo, delle crescenti difficoltà di talune banche italiane e in particolare delle criticità degli aumenti di capitale richiesti da BCE alle due banche venete in vista della quotazione. Nei primi mesi del 2016 i corsi azionari delle banche italiane quotate avevano registrato una notevole caduta e una crescente volatilità. Da qui le preoccupazioni e la conseguente necessità di dar corso a una sorta di salvataggio, più o meno spontaneo, interno al sistema bancario ma ampiamente sostenuto da Cassa Depositi e Prestiti, dalle fondazioni bancarie e pilotato/avallato da Governo e Banca d'Italia.

Questo capitolo si concentra sul Fondo Atlante e ne esamina, dapprima, i suoi aspetti strutturali, operativi e di *governance* (par. 1). Nel paragrafo successivo si analizza la prima area di business in cui interviene il Fondo ovvero la sottoscrizione di partecipazioni nel capitale di banche in difficoltà e gli interventi in corso o già compiuti (cap. 3). Il lavoro prende poi in considerazione il secondo business del Fondo, quello dell'investimento in NPL e si sofferma sulla GACS, misura che può agire in modo complementare all'intervento di Atlante sui NPL. Il capitolo propone da ultimo (par. 3.2) alcune simulazioni sulle potenzialità di Atlante nella riduzione delle sofferenze e conclude con alcune considerazioni sul ruolo complessivo che questo nuovo attore può giocare all'interno della "ristrutturazione" del sistema bancario italiano.

1. Il Fondo Atlante

1.1 Dotazione patrimoniale e operatività

Il Fondo Atlante viene costituito all'interno di una società di gestione del risparmio già esistente, la Quaestio Capital Management Sgr. Questa decisione di utilizzare una SGR già esistente deriva dall'urgenza di creare una struttura di salvataggio per l'aumento di capitale di Banca

Popolare di Vicenza. Allo stesso tempo però è previsto che l'Assemblea degli investitori di Atlante possa rimuovere la S.G.R. dall'incarico con il voto favorevole di almeno due terzi dell'ammontare totale degli impegni di sottoscrizione, e sostituirla con un indennizzo pari a un anno di commissioni in caso di sostituzione senza causa.

Si tratta di un Fondo Alternativo chiuso riservato ad investitori professionali. Al momento della sua costituzione è previsto che il Fondo abbia una dotazione patrimoniale prevista da un minimo di 4 miliardi ad un massimo di 6 miliardi. In pochi giorni la soglia minima per la costituzione del fondo è stata raggiunta e superata, grazie alle sottoscrizioni di Intesa Sanpaolo e Unicredit (845 milioni di euro ciascuno), Cassa Depositi e Prestiti (500 milioni); Poste Vita (260 milioni), UBI Banca (200 milioni); numerose fondazioni bancarie (per un totale di 536 milioni), altre banche e assicurazioni: complessivamente Atlante ha raccolto infatti 4,25 miliardi da 67 investitori (TAB.1). A conferma del fatto che si tratta di una operazione di sistema, i sottoscrittori del fondo sono tutti italiani ad eccezione di Allianz assicurazione. Le banche hanno sottoscritto il 59%; tra queste vi sono tutte le banche sottoposte a vigilanza diretta da parte di BCE, ad esclusione delle due banche venete e di Mediobanca. Le 10 banche 'significative' hanno sottoscritto il 54%. Il contributo delle assicurazioni è del 16%, quello delle fondazioni il 13% e, infine la Cassa Depositi e Prestiti ha sottoscritto il 12%.



TAB. 1 - Quote di partecipazione al fondo Atlante per ammontare (migliaia di euro) e tipologia di sottoscrittore

tipologia di sottoscrittori	ammontare (€ migliaia)	% sul totale	tipologia di sottoscrittori	ammontare (€ migliaia)	% sul totale
Totale banche	2.528.000	59%	Totale Fondazioni	536.000	13%
Intesa Sanpaolo	845.000		Compagnia San paolo	100.000	
Unicredit	845.000		Fondazione Cariplo	100.000	
UBI	200.000		Fondazione Cr Torino	50.000	
Banca Popolare di Milano	100.000		Fondazione CR Padova e Rovigo	40.000	
BPER	100.000		Ente Cr Firenze	27.000	
Credito Valtellinese	60.000		Fondazione Cr Lucca	27.000	
Banca Mediolanum	50.000		Fondazione Cr Cuneo	20.000	
MPS	50.000		Fondazione Cr modena	20.000	
Banca Popolare di Sondrio	50.000		Fondazione Cr Parma	20.000	
Banco Popolare	50.000		Fondazione di Sardegna	20.000	
Banca Popolare di Bari	40.000		Fondaz. Banca del Monte di Lombardia	10.000	
Iccrea Banca	40.000		Fondazione Cr Forlì	10.000	
Carige	20.000		Fondazione Cr carpi	10.000	
Bannca Pop. di Puglia e Basilicata	10.000		Fondazione Cr perugia	10.000	
Banca Sella	10.000		Fondazione Cr Pistoia e Pescia	10.000	
Cr Asti	10.000		Fondazione Cr Udine e Pordenone	10.000	
Cr Bolzano	10.000		Fondazione CR La Spezia	8.000	
Banco Desio	7.000		Fondazione CR Ascoli Piceno	8.000	
Banca di Piacenza	5.000		Fondazione Cr Piacenza e Vigevano	8.000	
Popolare Alto Adige	5.000		Fondazione Cr Ravenna	8.000	
Popolare Pugliese	5.000		Fondazione Cr Reggio Emilia	8.000	
ICBPI	5.000		Fondaz. del Monte di Bologna e Ravenna	8.000	
Banca Valsabbina	5.000		Fondazione Livorno	4.000	
Banca di Credito popolare	3.000				
Banca Galileo	1.000				
Banca Popolare di Cividale	1.000				
CR Ravenna	1.000				

tipologia di sottoscrittori	ammontare (€ migliaia)	% sul totale
Cassa Depositi e Prestiti	500.000	12%

tipologia di sottoscrittori	ammontare (€ migliaia)	% sul totale		ammontare (€ migliaia)
Totale Assicurazioni	685.000	16%		
Poste vita	260.000		Cattolica	18.000
Unipolsai	100.000		Genertel Life	15.000
Allianz spa	50.000		Lombarda Vita	13.000
Credit ras vita	50.000		Generali Espana	10.000
Generali Beteligungs GMBH	50.000		Generali Versicherung AG	10.000
Generali Italia	40.000		BCC Vita	5.000
Reale mutua	30.000		Vittoria Assicurazioni	5.000
Alleanza	25.000		Berica Vita	4.000

Il fondo ha una durata di 5 anni, estendibile di anno in anno per altri 3 anni. Il periodo di investimento si chiuderà a novembre 2017. Tuttavia per i successivi sei mesi sarà possibile portare a termine operazioni già avviate; inoltre sino al 30 giugno 2019, il fondo potrà partecipare ad eventuali ulteriori aumenti di capitale di banche già in portafoglio richiesti dalle autorità di vigilanza. Da quest'ultima data, fino ad aprile 2021 il fondo potrà infine compiere solamente operazioni di disinvestimento. Dopo quella data Atlante, come detto, potrà essere prorogato di anno in anno per tre anni con il voto favorevole del 66,6% dell'assemblea.

Il Fondo potrà utilizzare una leva finanziaria entro il limite dell'1,1 %.

In base al Regolamento il Fondo investe:

- sino al 70% dell'ammontare totale in azioni emesse da emittenti con ratio patrimoniali inadeguati rispetto ai minimi stabiliti in ambito SREP e che pertanto su richiesta dell'autorità di vigilanza devono effettuare aumenti di capitale.
- per almeno il 30% in NPL, mediante sottoscrizione di strumenti finanziari di diversa *seniority*, concentrandosi su esposizioni junior ed eventualmente mezzanine, anche non negoziati in mercati regolamentati, emessi da uno o più veicoli

costituiti, anche nella forma di fondo di investimento, per l'acquisto di NPL di una pluralità di banche italiane, unitamente ad eventuali diritti reali su asset immobiliari anche posti a garanzia dei NPL. Tale ammontare potrà essere maggiore qualora al 30 giugno 2017 l'ammontare investito o impegnato in aumenti di capitale risultasse inferiore al 70%.

Dunque, il Fondo Atlante, è un fondo sui generis, dal momento che mette insieme 2 business, peraltro fortemente interrelati:

- l'investimento nel capitale di banche in difficoltà;
- l'investimento in NPL di una pluralità di banche.

Nel primo caso Atlante agisce come un fondo di *turn around* specializzato in banche; in realtà date le sue dimensioni (al momento su questo business ha a disposizione poco meno di 3 miliardi) non si può parlare di un Fondo vero e proprio. E inoltre, essendo un fondo riservato a investitori professionali, ad esso non si applicano né la normativa di vigilanza di contenimento e frazionamento del rischio previste dalla banca d'Italia per i Fondi Alternativi né altri limiti alla assunzione e concentrazione dei rischi. Questo business, che almeno sino al 30 giugno 2017



rimarrà l'attività prevalente, in realtà si configura come un intervento di salvataggio di poche banche da parte di altre componenti del sistema bancario e finanziario e si propone principalmente di scongiurare una crisi sistemica. Infatti, come detto, il Fondo può effettuare investimenti solo in banche con ratios patrimoniali inadeguati e che sono pertanto esposte a rischio di bail-in qualora l'aumento di capitale non venga sottoscritto dal mercato, evenienza questa che potrebbe comportare un rischio di sistema.

Con riferimento al secondo business, l'investimento in NPL, i promotori del Fondo hanno ripetutamente evidenziato che la prospettiva di Atlante è diversa da quella dei fondi internazionali specializzati in NPL. Questi ultimi hanno un obiettivo di rendimento minimo del 12-15%, mentre Atlante ha un obiettivo di rendimento del 6% annuo. Scopo dichiarato del Fondo è promuovere la creazione e lo sviluppo di un mercato efficiente dei crediti deteriorati. Atlante usa sempre il termine NPL ma presumibilmente la gran parte degli interventi riguarderà le sofferenze. Il fondo non vuole «sostituirsi» al mercato ma farlo funzionare meglio, quindi con costi più bassi e spread denaro/lettera più contenuti. In questa prospettiva gli investimenti del Fondo dovrebbero aggiungersi a quelli dei Fondi specializzati che già nel 2015 hanno effettuato operazioni in misura superiore all'anno precedente.

1.2 Governance del Fondo

Il regolamento del Fondo definisce i compiti del Consiglio di Amministrazione della SGR e prevede la costituzione di un Comitato degli Investitori.

Il Consiglio di Amministrazione definisce le strategie gestionali di investimento e

disinvestimento del patrimonio del fondo, approva le politiche di impiego della liquidità, approva e vigila sull'esecuzione di tutte le operazioni di investimento e disinvestimento. Il Fondo non esercita attività di direzione e coordinamento sulle banche il cui capitale detiene, ma ne determina la governance. Per l'individuazione dei soggetti da designare alle cariche di amministrazione e controllo delle banche in portafoglio si attiene a rigorosi criteri di onorabilità, professionalità, indipendenza e competenza, nel rispetto della direttiva CRD4, indipendentemente dal suo (ancora) mancato pieno recepimento in Italia.

Il Comitato degli investitori è nominato dall'Assemblea degli Investitori tramite meccanismo di lista ed è incaricato tra l'altro di fornire pareri preventivi ma non vincolanti al Consiglio di Amministrazione della SGR sulle operazioni di investimento e disinvestimento sull'esercizio del diritto di voto nelle assemblee straordinarie delle banche in portafoglio, sull'individuazione dei soggetti da designare alle cariche di amministrazione e controllo delle banche in CDA partecipate. E' composto da 9 membri.

Il primo Comitato degli investitori è stato nominato: al suo interno è presente solo 1 membro indipendente mentre gli altri 8 membri sono espressione di 6 tra i principali sottoscrittori (Intesa, Unicredit, CDP, Generali, UBI e BPM) che rappresentano più del 60% del patrimonio.

Benché possa esprimere solo pareri non vincolanti è evidente che dato il suo peso in termini di rappresentanza degli investimenti possa influire/condizionare/entrare in conflitto con le decisioni della SGR.

2. L'intervento nel capitale delle banche

Il Fondo agisce come un fondo di *turn around* di banche sottocapitalizzate; ove possibile la singola partecipazione non deve superare il 75% della

singola emissione. In ogni caso il fondo non può effettuare operazioni di investimento che possano fare sorgere l'obbligo di promuovere un'OPA su azioni dell'emittente.

Il Fondo esprime la nuova governance delle banche partecipate. Difficile dire ex ante se adotterà uno stile di governance attiva o passiva. Nei fondi di *turn around* il successo delle operazioni dipende anche dalle capacità di incidere sulla governance da parte dei fondi stessi, dunque si tratta generalmente di governance attiva. Nel caso di Atlante una governance attiva del Fondo potrebbe trovare ostacoli nei numerosi conflitti di interesse che possono sorgere tra banche partecipanti al fondo e politica della SGR non solo con riferimento al business delle partecipazioni ma anche con riferimento allo smaltimento delle sofferenze delle banche partecipate rispetto a quelle delle banche partecipanti al fondo stesso. Infatti, se nel regolamento è previsto che al fine di valorizzare una partecipazione il fondo potrà investire sia nell'equity che nella ristrutturazione dei suoi NPL, questo rimane un aspetto delicato che potrebbe fare emergere conflitti tra i diversi organi nella definizione dei criteri e dei prezzi di acquisto dei NPL. Infine, al fine di accelerare la dismissione della partecipazione è previsto che il Fondo possa stipulare accordi con altri co-investitori e promuovere operazioni straordinarie. E' evidente che tanto più questi accordi si realizzeranno, e a condizione che non emergano altre situazioni problematiche oltre a quelle oggi note, tanto più il fondo potrà giocare nel medio periodo un maggior ruolo nella gestione dei NPL.

2.1 I primi passi del Fondo Atlante come fondo di *turn around*

I promotori del fondo si attendevano nell'immediato un effetto di *re-rating* generalizzato dei titoli bancari e per tale via una

riduzione del rischio sistemico. L'effetto di medio periodo e quindi la valorizzazione degli investimenti in banche in difficoltà verrebbe determinata (il condizionale è d'obbligo) dall'impatto positivo dell'esecuzione dell'aumento di capitale, dalla riduzione del costo del funding e dalle sinergie determinate da eventuali operazioni di aggregazione.

La prima operazione effettuata dal fondo si è conclusa con la sottoscrizione di azioni della Banca Popolare di Vicenza per 1,5 miliardi. Atlante detiene così il 99,33% del capitale, mentre il restante 0,7% è ciò che resta ai vecchi azionisti, composti da 119 mila piccoli soci. Nel primo investimento quindi la partecipazione ha superato il 75% del capitale della banca.

Nonostante un prezzo di collocamento molto basso gli investitori istituzionali non hanno creduto nell'operazione, il flottante minimo del 25% non è stato raggiunto e pertanto la quotazione non è avvenuta. In tal modo il Fondo Atlante ha già investito il 50% dei capitali raccolti per questo business. La reazione immediata della borsa all'insuccesso della quotazione della Banca Popolare di Vicenza è andata nella direzione opposta a quella auspicata dai promotori dell'iniziativa: i titoli bancari, in particolare hanno continuato a performare peggio dell'intero listino e a mostrare elevata volatilità.

Il secondo passo compiuto da Atlante nel caso della Banca Popolare di Vicenza è stato la predisposizione della lista per il CdA e il Collegio Sindacale in vista dell'assemblea di nomina che si svolgerà il 7 luglio e che come dichiarato nel comunicato stampa ha ridotto sensibilmente il numero dei amministratori (da 18 a 11) e il loro compenso, ha applicato i più rigorosi principi di *fit and proper* degli amministratori previsti dalla CRD4. La presenza di un solo amministratore di genere femminile nel CDA appare tuttavia



inferiore agli standard di buona governance pur considerando che si tratta di banca non quotata.

Inoltre, come si legge nel Comunicato stampa del 9 giugno, Quaestio: a) chiederà al nuovo CDA della banca di avviare tutti i passi necessari per una azione di responsabilità nei confronti di chi si è reso colpevolmente responsabile del dissesto bancario; b) sottoporrà al nuovo CDA proposte al fine di facilitare la risoluzione del problema delle sofferenze per rafforzare la banca e facilitare il suo risanamento e rilancio.

Nelle intenzioni degli amministratori di Quaestio, la ristrutturazione della banca è prevista in diciotto mesi. I tempi appaiono piuttosto ristretti, considerato il contesto di mercato aggravato da Brexit e la situazione specifica della banca altrettanto complessa e non ancora completamente chiarita nei suoi risvolti legali.

Anche per la seconda banca in difficoltà, Veneto Banca, l'esito del collocamento dell'aumento di capitale di un miliardo si è concluso allo stesso modo, con l'intervento massiccio e quasi totalitario di Atlante. Anche in questo caso Fondo Atlante dovrà definire le modalità di *governance* della nuova partecipazione, valutando attentamente la problematica degli ulteriori conflitti di interesse che potranno derivare dalla detenzione in portafoglio di due banche che operano prevalentemente sullo stesso territorio e pertanto in concorrenza tra loro. In conclusione, al momento è difficile esprimere un giudizio sull'effetto positivo che tali salvataggi potranno avere nel medio periodo dal momento che il contesto di debolezza generalizzata delle banche italiane e le pregresse situazioni di difficoltà di altre banche italiane rendono tali effetti incerti e comunque condizionati dalla effettiva ripresa dell'economia, dalle dimensioni dello smaltimento dei NPL nei bilanci delle banche, anche grazie all'intervento di Atlante, e

dall'effettivo superamento della crisi di fiducia nei confronti delle banche.

3. Il ruolo del Fondo Atlante nei Non Performing Loan

Con riferimento al business dei NPL, il Fondo Atlante non intende sostituirsi a fondi specializzati, servicer o banche d'affari ma, vuole promuovere l'organizzazione di operazioni, incrociando le migliori proposte di tutte le tipologie di operatori e investire o co-investire in veicoli che soddisfino i suoi obiettivi di rendimento. In questo business il Fondo dichiara di perseguire una politica di investimento in partnership con altri operatori per non assumersi l'intero rischio ma soprattutto per ottenere un risultato complessivamente più ampio in termini di smaltimento dei NPL. Tale cooperazione è evidentemente condizionata alla effettiva presenza sul mercato di operatori che perseguano obiettivi di rendimento simili a quelli di Atlante e che abbiano un orizzonte temporale di investimento più lungo di quello dei Fondi internazionali specializzati in NPL.

L'intervento di Atlante in questo business dovrebbe favorire lo sviluppo di un mercato dei *distressed loans* che risulti più ampio e più efficiente e tale da ridurre il cosiddetto *bid-ask spread*, e cioè la differenza tra valore di libro dei NPL e prezzo offerto dagli investitori.

Come anticipato, il fondo si concentrerà sulla sottoscrizione delle tranche junior delle cartolarizzazioni delle sofferenze di una pluralità di banche italiane. Questa scelta risulta complementare alla previsione della garanzia pubblica sulla cartolarizzazione delle sofferenze (GACS) e dovrebbe generare un effetto moltiplicatore che porterebbe, secondo gli auspici del Fondo ma anche dello stesso governo – a una consistente riduzione dello stock di sofferenze. Il

prossimo paragrafo, pertanto si sofferma sulla GACS.

3.1 La garanzia sulla cessione delle sofferenze (GACS)

La GACS è stata introdotta a febbraio 2016 con un provvedimento (decreto legge 18/2016 convertito in legge 49/2016) che fa seguito a quello di giugno 2015, con cui tra l'altro si modificava il regime di deducibilità IRES e IRAP delle rettifiche di valore dei crediti alla clientela delle banche e ci si proponeva di accorciare i tempi di recupero dei crediti deteriorati e di massimizzare il valore (attuale) di recupero dei NPL. Come il precedente, anche quest'ultimo provvedimento si propone di agevolare la riduzione della componente più deteriorata dei NPL nei bilanci delle banche italiane.

La GACS può essere richiesta solo dalle banche italiane a fronte di determinate condizioni. In particolare può essere rilasciata solo a favore delle obbligazioni che compongono la tranche senior, a cui deve essere preventivamente stato assegnato un rating non inferiore a BBB-, e a condizione che almeno il 50% + 1 della tranche junior sia ceduta sul mercato. Inoltre le sofferenze cedute devono essere gestite da un servicer esterno alla banca cedente. Il costo della garanzia è annuo e dipende dalla media dei prezzi dei *Credit Default Swap* di un paniere di banche nonché dalla durata delle obbligazioni emesse a fronte della cartolarizzazione (è previsto un sistema di maggiorazioni che incentiva un più rapido rimborso delle obbligazioni). Come precisato dallo stesso governo, la garanzia viene offerta a prezzi di mercato, anche perché altrimenti sarebbe considerata un aiuto di stato, con tutto ciò che ne consegue. E' peraltro noto che il mercato dei CDS delle società italiane non è certamente un mercato ampio, liquido e elastico, come dovrebbe essere un mercato i cui prezzi sono ritenuti efficienti.

La presenza della GACS consente di diminuire la rischiosità delle obbligazioni emesse in seguito alla cartolarizzazione di sofferenze; a sua volta ciò determina una riduzione del rendimento richiesto dagli investitori e di conseguenza fa aumentare il prezzo a cui è possibile cedere le sofferenze al veicolo. In ultima analisi la GACS riduce il bid-ask spread che è considerato uno dei principali fattori che ad oggi hanno ostacolato lo sviluppo di un mercato dei prestiti deteriorati.

In aggiunta a questo vantaggio, la minore rischiosità dei titoli assistiti da garanzia pubblica potrebbe consentire alle banche di incrociare la domanda di investitori più avversi al rischio ma disposti ad accettare rendimenti rispettivamente più bassi di quelli richiesti dai tipici investitori specializzati nell'acquisto di NPL. Ad esempio, se il rating delle sofferenze cartolarizzate assistite da GACS fosse pari almeno ad A-, esse potrebbero essere considerate titoli stanziabili nelle operazioni di rifinanziamento presso la BCE³. Le banche potrebbero quindi essere interessate a sottoscriverli a tassi inferiori a quelli richiesti da investitori più speculativi. Di fatto si assisterebbe a una sorta di mutualizzazione dei NPL all'interno del sistema bancario.

A fronte di questi vantaggi una banca che dovesse decidere di cartolarizzare le proprie sofferenze avvalendosi della GACS dovrebbe sostenere il costo della garanzia, più il costo del servicer oltre ai costi propri di una tradizionale cartolarizzazione, tra cui i costi dovuti alla società di revisione per la certificazione della

³ Le disposizioni della BCE prevedono requisiti minimi per i titoli stanziabili tra cui, nel caso di titoli ABS, la presenza di un doppio rating pari al Credit quality step 2 il cui livello minimo sul Long Term è A-/A3. Si ricordi a questo proposito che il rating dell'Italia è attualmente BBB+ e che non è noto a priori quanto sia il miglioramento di rating ottenibile dai titoli assistiti da GACS.



*recognition*⁴, il costo di un eventuale swap e di un'eventuale linea di credito per la copertura dei rischi di tasso e di liquidità cui è esposto un SPV a causa del potenziale disallineamento tra incassi e pagamenti. Se a ciò si somma il divario tra il valore netto di bilancio e il valore a cui i NPL verranno ceduti, sembra che l'onere complessivo dovuto all'eliminazione delle sofferenze dal bilancio continui ad essere piuttosto elevato.

E' evidente che l'effettivo beneficio ottenibile tramite la GACS può variare significativamente da banca a banca, in primis in funzione della struttura del portafoglio di NPL, ma anche delle condizioni del mercato e della valutazione sulla effettiva rischiosità del portafoglio da parte dei potenziali investitori.

In effetti la situazione delle banche italiane è piuttosto disomogenea in termini sia di entità e incidenza delle sofferenze sul totale attivo, sia di ammontare delle svalutazioni già effettuate. La TAB. 2 illustra i dati delle principali 10 banche italiane, che sono anche tra i principali investitori del fondo Atlante e che detengono complessivamente sofferenze nette pari a 61,7 miliardi, circa il 71% del totale. I dati mostrano sia l'attuale livello delle sofferenze sia l'ammontare complessivo di sofferenze che le singole banche dovrebbero eliminare dai propri bilanci per poter tornare a livelli di rischiosità pre-crisi, rappresentati da un rapporto sofferenze/crediti netti pari al 3%. Questo era infatti il valore medio di questo rapporto per l'insieme di tutti i gruppi bancari italiani alla fine del 2007, ossia l'ultimo anno precedente la crisi (cfr. Relazione annuale Banca d'Italia). Inoltre, la

TAB. 2 riporta l'importo delle ulteriori rettifiche necessarie ad allineare i valori di bilancio a quelli di cessione, nell'ipotesi di acquisto delle sofferenze da parte del Fondo – o di altro investitore - a valori pari al 35% ovvero al 30% del valore lordo. I dati evidenziano una significativa eterogeneità tra banche sia in termini di rischiosità del portafoglio sia in termini di tassi di copertura e suggeriscono che il costo che talune banche dovrebbero sostenere per poter eliminare dai propri bilanci le sofferenze in eccesso sono tali da poter erodere in misura consistente la (già bassa) redditività.

Per una complessiva valutazione della portata che la GACS potrebbe avere, vanno infine considerate le possibili difficoltà legate al vincolo di collocamento sul mercato di almeno la metà delle tranche junior.

Le tranche junior sono in effetti molto rischiose, c'è quindi il rischio che le banche non trovino investitori disposti a sottoscrivere questi strumenti o disposti a farlo solo a prezzi estremamente bassi, il che comporterebbe un ulteriore aggravio di costi per la banca.

Tali difficoltà potrebbero essere attenuate dall'intervento di Atlante che, agendo come facilitatore anche delle tranche senior, potrebbe mettere a sistema i diversi provvedimenti sin qui presi dal governo.

⁴ Lo IAS 39 prevede che i crediti ceduti possano essere stornati dal bilancio soltanto nel momento in cui tutti i rischi a questi collegati siano stati rimossi. Il revisore deve quindi dimostrare che le classi di titoli ceduti sul mercato sono in grado di assorbire tutte le perdite attese e non del portafoglio cartolarizzato.

TAB. 2 – Sofferenze nette delle principali banche italiane e ipotesi di loro riduzione al 3% del totale dei crediti netti.

Banca	Tot. sofferenze nette	Tasso di copertura	Sofferenze nette/Crediti Netti	Sofferenze da cedere* ad Atlante	Ulteriore svalutazione in caso di cessione al 35% del valore lordo		Ulteriore svalutazione in caso di cessione al 30% del valore lordo	
	(€ mln)			(€ mln)	(€ mln)	(% crediti netti)	(€ mln)	(% crediti netti)
Intesa San paolo	14.973	61,8%	4,3%	4.473	223	0,06%	527	0,15%
Unicredit	19.929	61,0%	4,2%	5.682	353	0,07%	734	0,15%
UBI	4.288	38,6%	5,1%	1.750	710	0,84%	784	0,93%
Banca Popolare di Milano	1.491	54,6%	4,4%	465	75	0,22%	103	0,30%
BPER	2.976	58,2%	6,8%	1.665	175	0,40%	282	0,64%
MPS	9.733	63,4%	8,7%	6.392	153	0,14%	598	0,54%
Banca Popolare di Sondrio	1.192	61,9%	5,0%	1.192	58	0,24%	139	0,58%
Banco Popolare	5.753	57,2%	7,3%	3.400	408	0,52%	622	0,79%
Carige	1.390	60,4%	6,5%	746	53	0,25%	102	0,48%
Totale	61.744	58,4%	5,3%	25.766	2.207	0,30%	3.890	0,51%

Fonte: nostre elaborazioni su dati di bilancio al 31/12/2015

* Nell'ipotesi di voler raggiungere un rapporto Sofferenze/Crediti netti pari al 3%.

3.2 Le potenzialità di Atlante nei NPL

In che modo e per quale ammontare l'intervento di Atlante sarà in grado di ridurre la differenza di prezzo denaro/lettera è da approfondire. Certo è che quanto più lo *spread* si ridurrà tanto più le banche saranno disposte a vendere le sofferenze e tanto minore sarà la portata complessiva dell'intervento di Atlante (in termini di alleggerimento delle sofferenze in questo senso sono da interpretare le parole di Draghi "è un piccolo passo nella direzione giusta". Per avere un'idea della potenziale portata di Atlante abbiamo formulato le seguenti ipotesi:

- il fondo disponga di 2,2 miliardi (comprensivi della leva del 10%) per la sottoscrizione di obbligazioni junior derivanti dalla cartolarizzazione dei NPL;
- la cartolarizzazione riguardi solo sofferenze – attualmente stimate in circa 210

miliardi lordi – in modo tale da potersi avvalere della GACS sulla tranche senior, e di più elevati tassi di copertura;

- la tranche junior sia compresa tra il 20% e il 10% e il mercato assorba le altre obbligazioni (senior ed eventualmente mezzanine) in modo da consentire alla banca di effettuare la de-recognition dei prestiti dal bilancio;
- che il prezzo di cessione delle sofferenze allo SPV sia compreso tra il 35% e il 30% del valore lordo di bilancio e che il loro valore netto di bilancio sia pari al 40%.

A tali condizioni, la riduzione delle sofferenze nette nei bilanci bancari risulterebbe compresa tra un minimo di 12,5 miliardi ad un massimo di circa 30 miliardi (TAB. 3). Ad esempio, nell'ipotesi in cui Atlante investa 2,2 miliardi in tranche junior, che a loro volta costituiscono il 20% del totale, il valore totale dei titoli emessi (junior + senior +



eventuale mezzanine) sarebbe pari a 11 mld. Questo valore rappresenterebbe anche il valore totale che il fondo è disposto a pagare per le sofferenze cedute e cartolarizzate. E' verosimile, però, che anche nel caso di acquisto di sofferenze da parte del Fondo, si evidenzia un *bid-ask spread*. Se tale spread è pari al 5% (e cioè ipotizzando che le sofferenze siano acquistate al 35% del loro valore lordo quando invece sono rilevate in bilancio al 40%) ciò determina due effetti: da un lato, le banche cedenti devono effettuare un'ulteriore rettifica negativa (sostenendo cioè un costo) pari a 1,57 mld, dall'altro lato, esse possono procedere alla cancellazione di sofferenze per un importo totale di 12,57 mld.

Sulla base delle diverse ipotesi formulate, l'intervento del fondo per la sottoscrizione della tranche junior determinerebbe un effetto moltiplicativo, in termini di totale sofferenze stralciate dai bilanci bancari, compreso tra 6 e 13 volte.

Va sottolineato che si tratta di ipotesi tutte molto ottimistiche, a partire dall'ammontare a disposizione del Fondo che, dopo avere sottoscritto interamente l'aumento di capitale di banca popolare di Vicenza, dispone di circa 2,7 miliardi. E' però necessario attendere la conclusione dell'aumento di Veneto Banca per conoscere quanto effettivamente potrà essere destinato alla sottoscrizione delle sofferenze. Ma anche le ipotesi relative al *tranching* – ossia al peso medio della *tranche junior* che potrebbe essere significativamente più elevato – e all'ipotetico collocamento sul mercato delle restanti obbligazioni e da ultimo quella relativa al prezzo di vendita delle sofferenze, sottendono uno scenario favorevole che potrebbe verificarsi solo nel caso di cartolarizzazione di portafogli caratterizzati dai più elevati tassi di copertura e/o da positive aspettative di recupero.

Anche nel caso di scenari favorevoli, l'intervento del Fondo potrebbe contribuire solo in modo parziale al problema delle sofferenze delle banche italiane, considerato che il loro ammontare netto a fine 2015 era superiore a 80 miliardi. Inoltre, si rileva che, sebbene le valutazioni del Fondo scontino un rendimento atteso inferiore a quello mediamente richiesto dagli investitori specializzati in *distressed assets*, le banche sarebbero verosimilmente chiamate sostenere il costo delle ulteriori svalutazioni delle sofferenze – legato al *bid-ask spread* – a cui si aggiungerebbero i costi generati dalla cartolarizzazione e a quello della GACS relativo alla tranche senior.

C'è quindi il rischio che a differenza del mitologico Atlante, che sorreggeva la volta celeste, il Fondo omonimo non sia in grado di offrire una definitiva soluzione al problema dei NPL delle banche italiane.

In realtà, soprattutto gli operatori bancari, sottolineano che uno degli effetti immediati (forse il principale effetto positivo) di Atlante sia stato quello di istituire una nuova modalità di collaborazione tra banche con riferimento ai NPL che dovrebbe consentire anche una crescita rapida delle capacità gestionali dei NPL di ciascuna banca. Molte banche sono già oggi più consapevoli che i NPL possono diventare *core assets*, ma a tal fine è necessario elaborare e implementare logiche gestionali diverse da quelle adottate per i crediti in bonis, effettuando investimenti adeguati in personale qualificato. Infatti, le attuali procedure di gestione dei NPL risultano spesso ancora poco efficaci anche qualora prevedano l'esternalizzazione a *servicer* specializzati (su questi temi si veda Osservatorio Monetario n. 2, 2015, Bongini et al.).

TAB. 3 – L'effetto moltiplicativo dell'intervento del Fondo Atlante sulle sofferenze delle banche italiane

Investimenti in titoli junior da parte del Fondo Atlante (mld)	Quota titoli junior/totale delle sofferenze cartolarizzate	Ammontare totale titoli emessi dallo SPV (valore di cessione delle sofferenze) (mld)	Prezzo di cessione = 35%*		Prezzo di cessione = 30%**	
			Sofferenze nette stralciate dal bilancio della banca (mld)	Ulteriore rettifica a carico della banca venditrice (mld)	Sofferenze nette stralciate dal bilancio della banca (mld)	Ulteriore rettifica a carico della banca venditrice (mld)
a	b	c = a/b	d=c x(40%/35%)	e = c-d	f=c x(40%/30%)	g=c-f
2,2	20%	11,00	12,57	1,57	14,67	3,67
	15%	14,67	16,76	2,10	19,56	4,89
	10%	22,00	25,14	3,14	29,33	7,33

Fonte: nostre elaborazioni ed ipotesi.

Nota: si ipotizza che il Fondo sottoscriva interamente la tranche junior, la cui incidenza è indicata nella colonna (b).

* Si ipotizza che le sofferenze siano cedute allo SPV al 35% del loro valore nominale e che siano valutate in bilancio al 40%.

** Si ipotizza che le sofferenze siano cedute allo SPV al 30% del loro valore nominale e che siano valutate in bilancio al 40%.

4. Conclusioni

Il peso dei prestiti deteriorati continua a rappresentare un elemento di forte criticità per le banche italiane. Il tema è certamente all'attenzione non solo degli organi di governance e di gestione delle banche, ma anche del governo che nel corso dell'ultimo anno ha varato alcuni provvedimenti volti a favorire la riduzione delle poste deteriorate attraverso soluzioni sia interne sia esterne e ha incentivato l'avvio di soluzioni di sistema quali il Fondo Atlante. Complessivamente il conseguente atteso miglioramento delle procedure di gestione delle crisi aziendali, l'offerta di una garanzia pubblica sulle tranche senior delle sofferenze cartolarizzate e la disponibilità del Fondo a sottoscrivere parte delle tranche junior rappresentano elementi in grado di:

- ridurre il *bid-ask spread* che sino ad oggi ha costituito uno dei principali ostacoli allo sviluppo di un mercato secondario delle sofferenze;
- rendere più efficiente il funzionamento di questo mercato e incentivare la diffusione di *best practice* nella gestione dei NPL (ad esempio, attraverso l'esternalizzazione a soggetti specializzati);
- favorire l'accesso al mercato dei *distressed loans* di investitori con profili di rischio diversi grazie al collocamento di titoli assistiti da garanzia pubblica, favorendo in tal modo la rimozione di segmentazioni del mercato.

Nessuno di questi interventi e dei conseguenti benefici isolatamente è da considerarsi decisivo. L'effetto congiunto di queste misure può invece



favorire e accelerare il trend positivo registrato già nel corso del 2015 nel mercato secondario dei NPL (PWC, 2016). Le operazioni avvenute tra la fine del 2014 e il primo trimestre 2016 hanno consentito lo smobilizzo di 24 miliardi lordi di NPL, importi che sicuramente sono superiori a quelli registrati in passato, ma che appaiono assolutamente contenuti rispetto allo stock complessivo di prestiti deteriorati (PWC, 2016).

In questo senso, i vari provvedimenti legislativi così come la costituzione del Fondo Atlante possono essere considerati – così come già fatto dal governatore Draghi – ‘un piccolo passo nella giusta direzione’. Con riferimento al Fondo Atlante, ci si può chiedere quale sarà la ‘direzione’ che seguirà nella sua gestione e quali criteri adotterà per allocare i (limitati) fondi a sua disposizione. E ancora se le sue scelte saranno effettivamente in grado di agire come stimolo per l’intero sistema e innescare un effetto positivo indiretto. I dati che abbiamo precedentemente riportato mostrano infatti che la ‘potenza di fuoco’ diretta del Fondo è limitata rispetto alla dimensione dell’obiettivo. Inoltre, il Fondo, riconducibile per oltre il 50% a banche con un ampio stock di sofferenze, si trova a dover gestire un inevitabile conflitto di interesse. Conflitto che si concretizzerà anche nel caso di sottoscrizione di NPL di banche di cui il Fondo ha acquisito la maggioranza del capitale grazie al suo intervento di *turn around*.

Bibliografia

Bongini, P. Di Battista M.L., Nieri L., (2015), *La gestione dei crediti deteriorati: un’analisi delle principali soluzioni*, Osservatorio Monetario, n. 2.

Bongini, P. Di Battista M.L., Nieri L., (2015), Crediti deteriorati: cederli è una strada ancora in salita, in *La Voce*, 14 luglio 2015

Bongini, P. Di Battista M.L., Nieri L., (2016), *La gestione dei crediti deteriorati: un percorso a ostacoli tra soluzioni individuali e soluzioni di sistema*, Rivista di Economia e Diritto del Terziario, in corso di pubblicazione.

Banca d’Italia, *Rapporto sulla Stabilità Finanziaria*, n. 1, 2016.

Banca d’Italia (2016), *Relazione annuale*.

PWC (2016), *The Italian NPL market*, June 2016, Price Waterhouse Coopers.

5. RECENTI INTERVENTI A SOSTEGNO DELL'ATTIVITA' DELLE BANCHE ITALIANE: IL PARERE DEGLI OPERATORI*

Introduzione

In questo capitolo vengono presentate le opinioni di alcuni operatori del settore bancario e finanziario che hanno accettato di rispondere ad un sondaggio anonimo. Il sondaggio è stato proposto per raccogliere impressioni dirette sui recenti interventi e fatti che si sono susseguiti in questi ultimi mesi nel mondo bancario: in particolare, l'attenzione del sondaggio è stata posta sulla nuova gestione delle crisi bancarie, sui primi risultati dell'attività del Fondo Atlante nonché sulle attese riguardo un allentamento delle tensioni complessive che stanno caratterizzando l'intero comparto dell'intermediazione finanziaria nel nostro paese.

1. Le nuove disposizioni per la gestione delle crisi bancarie

Come noto uno dei temi maggiormente ricorrente e attuale sullo stato di salute del nostro sistema bancario riguarda la capacità delle nostre banche di uscire dalla perdurante situazione di criticità generata dal prolungarsi della crisi economica e dai riflessi di questa sulla loro gestione e sul grado dei rischi che ne sono derivati. Tale questione è poi diventata sempre più cruciale e dibattuta a seguito - dell'annuncio prima e dell'entrata in vigore poi - delle nuove regole europee sulla gestione delle crisi bancarie conseguenti all'emanazione della Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD)¹.

Queste nuove disposizioni hanno costituito un'importante discontinuità rispetto al passato dal

momento che le crisi dovranno poter essere gestite in modo ordinato mediante l'utilizzo di strumenti più efficaci e di risorse provenienti dal settore privato, attenuando pertanto gli impatti negativi sul sistema economico nel suo complesso e spostando il costo dei salvataggi bancari dai contribuenti a coloro che sono più direttamente coinvolti nell'attività dell'intermediario sottoposto a risoluzione.

Infatti, la richiamata Direttiva prevede l'istituzione delle autorità di risoluzione delle crisi che - al di là della preparazione di specifici piani di intervento con l'indicazione di azioni e strategie in caso di conclamata crisi - devono disporre di poteri e strumenti per programmare e pianificare la gestione della stessa, per operare in modo tempestivo prima del suo effettivo manifestarsi, nonché per assecondare gestendo nel miglior modo possibile la fase della risoluzione della crisi (per il finanziamento della quale - come noto - è prevista la costituzione di fondi ad hoc alimentati da contributi versati dalle stesse banche).

L'emanazione di tali disposizioni è avvenuta sulla scorta dei fatti che hanno caratterizzato numerose e importanti crisi bancarie in molti paesi dell'Unione Europea, nei quali gli "strumenti di gestione delle crisi bancarie non erano adeguati, soprattutto di fronte alle difficoltà di intermediari con strutture organizzative complesse e con una fitta rete di relazioni con altri operatori finanziari. Per evitare che la crisi di una singola banca si propagasse in modo incontrollato sono stati necessari ingenti interventi pubblici che, se da un lato hanno permesso di evitare danni al sistema finanziario e all'economia reale, hanno però comportato elevati oneri per i contribuenti e in alcuni casi compromesso l'equilibrio del bilancio pubblico"².

* A cura di Alberto Banfi.

¹ Si rinvia al capitolo 1 di questo numero di OM

² Cfr. BANCA D'ITALIA, *Cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie*, Roma, 2015, p. 2.

Nel periodo che va dallo scoppio della crisi e fino (quasi) ai giorni nostri, gli interventi pubblici (a carico quindi dei contribuenti) per salvare le banche in difficoltà sono ammontanti a cifre considerevoli in paesi quali la Germania (per €250 mld), la Spagna (per €60 mld), l'Irlanda (per €50 mld), i Paesi Bassi (per €50 mld) e la Grecia (poco più di €40 mld) ³. Nel caso dell'Italia invece, l'intervento pubblico si è rivelato alquanto contenuto (stimato in circa € 4mld) e sotto forma di prestiti concessi dallo Stato e già restituiti dalle banche beneficiarie.

Tuttavia, il tempo per i massicci sostegni con il denaro dei contribuenti è venuto meno con l'inizio del 2013 a seguito di una Comunicazione nel luglio dello stesso anno della Commissione europea in tema di disciplina degli aiuti di Stato (vincolante per tutti i paesi) che ha imposto per tali interventi pubblici "condizioni molto stringenti e previa una 'condivisione' dell'onere (*burden sharing*) da parte di azionisti e di obbligazionisti subordinati: un principio somigliante a quello di 'salvataggio interno' (*bail in*) posto al centro della nuova disciplina delle crisi bancarie che si andava preparando" ⁴.

E infatti, nell'aprile del 2014, il Parlamento europeo (approvando la richiamata direttiva BRRD) ha introdotto negli ordinamenti dei Paesi dell'Unione europea il principio del *bail in* secondo il quale quando una banca entra in crisi al punto da essere "probabilmente in dissesto" e non si riescono a trovare soluzioni di mercato si deve scegliere tra due opzioni: chiudere la banca definitivamente procedendo con la sua liquidazione, bloccandone quindi l'operatività e sospendendo tutte le posizioni creditorie in attesa

di determinarne il loro soddisfacimento una volta (dopo anni) avvenuta la liquidazione dell'attivo della banca. Oppure mantenere in vita la banca (qualora ricorra un evidente interesse pubblico alla sua sopravvivenza) operando un salvataggio dall'interno, ossia ricorrendo al *bail in* attraverso il quale l'onere di coprire le perdite della banca e di ricostituire il capitale regolamentare indispensabile per proseguire l'operatività è posto a carico in primo luogo degli azionisti della banca e degli eventuali possessori di obbligazioni della stessa (provviste di clausole di subordinazione del credito più o meno accentuate), nonché dei depositanti non protetti da schemi di garanzia dei depositi (quindi al momento per importi superiori a 100 mila euro) ⁵.

Lo schema sopra richiamato ha trovato applicazione parziale nell'autunno del 2015 e con problematiche rilevanti per alcune banche (nel nostro paese e in Portogallo), soprattutto a seguito di una forse fin troppo rigida e meccanica interpretazione del non più possibile intervento pubblico a carico dei contribuenti ⁶.

2. Il Fondo Atlante e il sostegno alla stabilità del sistema bancario

Senza voler ripercorrere in questa sede il dibattito che si è generato e le proposte di soluzione che sono emerse, si intendono sviluppare di seguito alcune riflessioni sulla situazione che è stata ravvisata nel nostro Paese e che ha portato nell'aprile del 2016 alla costituzione del Fondo

³ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie*, Roma, 2015, p. 2.

⁴ ROSSI S., *L'Unione bancaria nel processo di integrazione europea*, Intervento al Convegno "Unione bancaria europea e rapporto banca impresa", Cuaa, Altavilla vicentina, 7 aprile 2016, p. 5.

⁵ Qualora le risorse sopra richiamate non dovessero essere sufficienti per ripristinare l'operatività della banca, tale meccanismo si completa con il possibile intervento del Fondo di risoluzione (appositamente pensato in questa situazione) il quale è alimentato in modo sostanzialmente mutualistico da risorse private provenienti dalle altre banche del sistema.

⁶ Va solo ricordato al riguardo il dibattito e le prese di posizione a vari livelli istituzionali (italiani ed europei) suscitate dal cosiddetto 'decreto salvabanche' del 22 novembre 2015.

Atlante, ossia un fondo di investimento alternativo con l'obiettivo di sostenere gli aumenti di capitale programmati da banche in difficoltà e che necessitano di una immediata e importante ricapitalizzazione, nonché di rendere meno traumatica la gestione dell'ingente mole dei *non performing loans* che stanno gravando sui bilanci delle nostre banche. Dal momento che i soggetti finanziatori del Fondo sono (sostanzialmente, anche se non esclusivamente) privati (banche, assicurazioni, fondazioni, la Cassa Depositi e Prestiti e altri soggetti) non si configura l'ipotesi di aiuti pubblici con aggravio sui contribuenti, né si generano possibili forme di opposizione al progetto da parte delle autorità e delle istituzioni europee (ancorché al riguardo non vi sia ancora una visione comune e univoca).

Ciò non di meno resta da chiedersi se questa soluzione possa ritenersi prima di tutto adeguata agli scopi prefissati, e poi se possa essere sufficiente al raggiungimento degli obiettivi prefigurati, ovvero se non sia necessario prevedere ulteriori interventi a sostegno della solidità e stabilità del nostro sistema bancario.

In estrema sintesi, (visto che gli aspetti più propriamente operativi del Fondo Atlante vengono trattati nel capitolo 4 di questo numero di Osservatorio Monetario), il Fondo Atlante si caratterizza per essere un fondo di investimento alternativo di tipo chiuso e di natura privata che si pone l'obiettivo di garantire l'integrale sottoscrizione degli aumenti di capitale delle banche in difficoltà, nonché di rilevare i crediti in sofferenza del nostro sistema bancario attraverso la sottoscrizione di strumenti finanziari provenienti dalla cartolarizzazione di *non performing loans* ed emessi da appositi veicoli.

Immediatamente dopo la sua costituzione, il dibattito si è concentrato ad evidenziare, in primo luogo, la capienza delle risorse messe a disposizione del Fondo dalle istituzioni chiamate

ad alimentarlo al fine del perseguimento degli obiettivi indicati. Al riguardo sono emerse diverse posizioni anche se a prevalere è stata la considerazione che la comparsa nel mercato di un nuovo soggetto in grado di porsi come alternativa ai fondi già esistenti e specializzati in questa tipologia di operazioni, di fatto ha reso da subito meno urgente e impellente (oltre che non più a "senso unico") lo smobilizzo dei *non performing loans* da parte delle banche maggiormente in difficoltà. In altri termini, la costituzione del Fondo Atlante e le sue modalità operative hanno avuto l'effetto (o hanno dato l'impressione di avere l'effetto) di ridurre le tensioni nel mercato bancario e quindi di stabilire un clima più sereno per l'immediato futuro ai fini della stabilità complessiva del nostro sistema bancario ⁷. Accanto a tale effetto di diluizione maggiore nel tempo della cessione dei crediti deteriorati, si è anche generata l'attesa per un innalzamento dei prezzi di acquisto degli strumenti finanziari provenienti dalla loro cartolarizzazione, più coerenti con l'atteso valore di recupero dei crediti deteriorati (e quindi più alti di quelli fino ad allora proposti dai fondi specializzati, unici attori in gioco). Infatti, da più parti si è stimata una riduzione del peso dei *non performing loans* gravante sulle banche italiane (pari a poco più di 80 miliardi di euro) restringendo il divario tra il valore residuo di tali crediti (quindi il valore

⁷ Il ministro Pier Carlo Padoan - in un'intervista del 14 aprile 2015 ripresa da Il Sole 24 Ore il giorno dopo - ha spiegato che il Fondo Atlante funzionerà come una rete di sicurezza per le banche italiane e l'effetto leva generato dall'istituzione del fondo arriverà ad almeno 50 miliardi di euro (a fronte dei 6-7 miliardi di euro messi a disposizione dalle istituzioni che lo alimenteranno). Ha inoltre proseguito affermando che le risorse del fondo "serviranno ad attivare quelle junior tranche delle sofferenze cartolarizzate che ex ante non appaiono appetibili e permetterà al mercato di andare a rivolgersi alle senior tranche". Cfr. Rossella Bocciarelli, *Padoan: da Atlante effetto-leva da 50 miliardi*, Il Sole 24 Ore, 15 aprile 2015, p. 2.

nominale di tali crediti al netto degli accantonamenti in bilancio a copertura delle potenziali perdite attese) e il valore ad esso attribuito come rilevabile dalle proposte di acquisto dei fondi specializzati (e in taluni casi effettivamente tradotte in acquisti). Tale divario, che è stato inizialmente individuato da più parti nella differenza tra il valore iniziale dei crediti e la quota degli stessi coperta attraverso gli accantonamenti in bilancio (corrispondente a circa il 42-44% del valore iniziale dei crediti deteriorati, determinati tenendo in considerazione una copertura degli stessi del 56-58% a seguito degli accantonamenti effettuati) meno il valore a cui sono avvenuti i primi acquisti di crediti dai fondi specializzati (attorno al 18-20% del valore iniziale degli stessi crediti), si è da subito ridotto a seguito degli effetti generati da un nuovo potenziale acquirente di crediti “meno aggressivo” (il Fondo Atlante, appunto). Non è ancora possibile stimare quale possa essere l’impatto sulla riduzione di tale divario; sicuramente essa dipende dall’incremento del prezzo di acquisto dei crediti deteriorati dalle banche che, in situazioni analoghe di altre esperienze all’estero, hanno visto valori di acquisto ben oltre il 18-20%, attestandosi attorno a valori anche prossimi al 30-35%.

Questi valori più elevati per l’acquisto da parte dei fondi specializzati dei crediti in altre realtà estere sono dipesi anche da circostanze “ambientali” più favorevoli per il recupero dei crediti rappresentate da procedure più snelle e veloci. Con l’annuncio prima e l’effettiva emanazione da parte del Consiglio dei Ministri del Decreto Legge n. 59 del 3 maggio 2016 “Disposizioni urgenti in materia di procedure esecutive e concorsuali nonché a favore degli investitori in banche in liquidazione”, anche nel nostro paese è stato fatto un passo nella direzione dello snellimento e dalla velocizzazione delle procedure per il recupero dei crediti che dovrebbe – almeno nelle intenzioni di chi lo ha

promosso – avere anche l’effetto di rendere più appetibile l’acquisto dei crediti in sofferenza e quindi aumentarne il loro prezzo – lungo le linee già discusse ampiamente in OM2/2015

In particolare, per quanto di maggiore interesse in questa sede, al fine di ridurre i tempi di recupero dei crediti vengono “adottati termini più brevi per la facoltà dei debitori di fare opposizione agli atti dell’esecuzione, il giudice deve disporre la provvisoria esecuzione di un decreto ingiuntivo per le somme non contestate, anche in presenza di una opposizione del debitore, e infine, l’acquirente del bene in un’asta giudiziaria può indicare l’assegnazione dello stesso anche ad un soggetto terzo”. Ancora, con riferimento “alle procedure fallimentari, si introduce la possibilità di utilizzare le tecnologie telematiche per le udienze e per le adunanze dei creditori, e viene istituito – presso il Ministero della Giustizia – un registro digitale delle procedure esecutive e concorsuali, le quali dovranno essere tutte digitalizzate”⁸.

A seguito dell’emergere di tali disposizioni che lasciano intravedere la velocizzazione dei tempi di recupero dei crediti vantati dalle banche, si sono susseguite analisi e stime che hanno visto convergere attorno al 10-12% l’incremento del valore attualizzato dei crediti in sofferenza a seguito di una riduzione di due anni nel loro tempo di recupero⁹. Lo stesso Governatore della

⁸ Si veda il Comunicato Stampa del Consiglio dei Ministri n. 115 del 29 aprile 2016 il quale altresì informa che – sempre nel decreto legge in questione – “per i contratti di finanziamento stipulati tra istituti finanziari e imprese è introdotta la facoltà di ricorrere al cosiddetto “patto marciano”. Quest’ultimo contempla la possibilità che nel caso di finanziamento con garanzia di un bene immobile (che non deve essere la residenza dell’imprenditore) le parti possano stipulare un contratto di cessione del bene stesso che diviene efficace in caso di inadempimento del debitore.

⁹ Si ricorda che nel nostro paese allo stato attuale una procedura fallimentare dura in media circa 8 anni.

Banca d'Italia nelle Considerazioni finali dello scorso 31 maggio 2016 si è espresso al riguardo sostenendo che le riforme legislative sopra richiamate contribuiranno ad accelerare le procedure di insolvenza dei debitori e di recupero dei crediti vantati dalle banche. Infatti, le “riforme legislative introdotte la scorsa estate e quelle varate all’inizio di questo mese consentono di accelerarle. Con l’assegnazione stragiudiziale dell’immobile dato in garanzia dalle imprese i tempi medi di recupero potranno ridursi a pochi mesi, dagli oltre tre anni stimati dopo che già i provvedimenti della scorsa estate li avevano ridotti. Le misure, che richiedono espliciti accordi contrattuali, avranno effetti tanto più rilevanti quanto più le parti li introdurranno nei nuovi contratti e rinegozieranno quelli esistenti. La riduzione dei tempi di recupero potrà aumentare il valore dei crediti deteriorati in misura importante, facilitandone la cessione sul mercato”¹⁰.

3. Le opinioni degli operatori

Alla luce di queste considerazioni si è ritenuto opportuno procedere con la raccolta del parere di esperti del mondo bancario e finanziario allo scopo di condividere alcune riflessioni sul *modus operandi* adottato per superare questo momento di criticità e soprattutto per raccogliere possibili ulteriori vie d’uscita allo stato di difficoltà generalizzato delle nostre banche.

A tale proposito è stato avviato un sondaggio avente proprio l’obiettivo di avere alcune impressioni “a caldo” da un gruppo di operatori bancari e finanziari in merito ai temi più ampiamente dibattuti in questi primi mesi dell’anno. Le domande proposte hanno in primo luogo chiesto un parere sulla soluzione (forse l’unica possibile?) rappresentata dalla costituzione

del Fondo Atlante nonché sulla sua capacità di far fronte con le risorse a disposizione alle esigenze da soddisfare; in secondo luogo, è stato chiesto il parere degli operatori circa una possibile “riduzione delle tensioni” nel mondo bancario generata dall’avvio dell’operatività del Fondo Atlante, che avrebbe così contribuito a creare un clima più sereno per l’immediato futuro per ciò che concerne la gestione complessiva dei crediti deteriorati. E’ stato altresì chiesto il parere sulle disposizioni introdotte dal decreto legge n. 59 del 3 giugno 2016 (che prevede, tra l’altro, l’attivazione di procedure più snelle e brevi per il recupero dei crediti vantati dalle banche), chiedendo altresì quali fossero ritenuti altri “interventi ambientali” a supporto dell’attività del Fondo Atlante. Infine, in modo estremamente diretto e concreto, è stato chiesto agli operatori di indicare – allo stato attuale – quale potrebbe essere il prezzo “coerente” di cessione (in rapporto al valore nominale) dei *non performing loans* delle banche italiane in difficoltà¹¹.

La prima domanda sottoposta agli operatori ha chiesto se la soluzione rappresentata dalla costituzione del Fondo Atlante per sostenere le banche italiane in difficoltà possa essere l’unica via al momento percorribile, tenuto conto del divieto di ricorrere ad “aiuti di Stato” (come ad esempio la costituzione di una *bad bank* pubblica, o altro); le risposte raccolte (e in modo pressoché unanime) indicano tale soluzione come l’unica veramente percorribile, dato l’attuale momento per le banche italiane. Ciò nonostante, i pareri espressi (comunque di sostanziale apprezzamento dell’intervento) in alcuni casi sono corredati da interessanti spunti di riflessione. Più di un intervistato segnala che al di là della soluzione

¹⁰ Cfr. BANCA D’ITALIA, “Considerazioni finali del Governatore”, Roma, 31 maggio 2016, p. 20.

¹¹ Il sondaggio è stato proposto a 15 operatori del mondo bancario e finanziario con ruoli apicali nelle rispettive strutture, che rappresentano oltre 2/3 del totale degli attivi del sistema bancario italiano.

rappresentata dal Fondo Atlante, essa in un certo senso è risultata una via obbligata dato il quadro particolarmente penalizzante venutosi nel tempo a creare per le nostre banche (soprattutto se confrontata con taluni altri sistemi bancari dell'eurozona). In particolare – a parere di un paio di operatori – si evidenzia che sebbene le nostre banche siano in assoluto le meno esposte verso il settore immobiliare (che ha innescato la crisi in alcune economie europee) e verso i Paesi emergenti (che stanno affrontando una difficile fase economica), esse presentano un tasso di copertura dei crediti deteriorati tra i più elevati del continente. Ciò si rileva nonostante il marginale ricorso agli strumenti finanziari derivati (tra i principali responsabili della crisi finanziaria esplosa tra il 2007 e il 2008), e nonostante il recente salvataggio (a fine 2015) delle ben note quattro banche regionali abbia generato nuovamente un clima di panico e di sfiducia nei confronti dell'intero settore bancario italiano, che nel corso del primo semestre del 2016 ha visto una ampia caduta dei prezzi delle azioni e delle obbligazioni subordinate, a motivo soprattutto delle preoccupazioni riguardanti il livello dei crediti deteriorati e dell'eco che su tale argomento si è avuto da più parti. Alla luce di ciò, a parere degli intervistati, la costituzione del Fondo Atlante non sarebbe stata poi così necessaria se non fosse divampata la campagna di disinformazione che, successivamente al salvataggio delle quattro banche regionali di cui sopra (commissariate da oltre due anni), ha fatto sorgere l'equivoco dell'assimilazione dei valori di recupero dei crediti deteriorati dei principali istituti di credito italiani vigilati dalla Banca Centrale Europea a quelli delle quattro banche oggetto di salvataggio.

Altri operatori sostengono che il Fondo Atlante non possa da solo costituire una soluzione nel medio e lungo termine se non adeguatamente

supportata dall'entrata in vigore del complesso di interventi avviati dal nostro Governo (che comunque richiedono del tempo per diventare pienamente operativi) quali le GACS, la velocizzazione delle procedure giudiziali e stragiudiziali per il recupero crediti. Non solo, la soluzione del Fondo Atlante deve altresì trovare il supporto di decisi interventi diretti delle singole banche sui propri sistemi di gestione dei crediti deteriorati; in altri termini, si richiedono interventi più "strutturali" e - secondo altri operatori - anche politiche più accomodanti dai parte dei regolatori. Con la seconda domanda ci si proponeva di valutare se le risorse messe a disposizione del Fondo Atlante siano sufficienti e adeguate agli scopi prefissati (ossia, favorire la sottoscrizione degli aumenti di capitale delle banche in difficoltà e sottoscrivere gli strumenti finanziari derivanti dalla cartolarizzazione dei *non performing loans* delle banche italiane). Le risposte degli operatori sono risultate alquanto diversificate ancorché tutte orientate ad uno scetticismo generalizzato. In altri termini, da più parti si sottolinea la difficoltà del contemporaneo perseguimento di entrambi gli obiettivi affidati al Fondo Atlante: di più agevole perseguimento è ritenuto l'obiettivo della sottoscrizione degli aumenti di capitale delle banche maggiormente in difficoltà, mentre appare più complesso l'intervento del fondo nella sottoscrizione degli strumenti derivanti dalla cartolarizzazione dei *non performing loans*¹². Vi è anche chi, prefigurando una possibile elevata redditività generata dai crediti acquisiti dal Fondo Atlante, è convinto di un incremento nel tempo delle risorse a disposizione del Fondo stesso e quindi della sua capacità di svolgere

¹² Con una metafora molto efficace, un operatore sostiene che l'Atlante della mitologia greca era abituato a caricarsi sulle spalle un mondo alla volta, e non due come nel caso dei mondi a cui guarda il Fondo Atlante (ossia gli aumenti di capitale e la cartolarizzazione dei *non performing loans*).

adeguatamente il ruolo affidato. Altri operatori hanno invece espresso la preoccupazione circa la capacità del Fondo di sostenere anche gli aumenti di capitale che si renderanno necessari nei prossimi mesi per le banche che dovessero manifestare ulteriori difficoltà: in altre parole, si teme che in prospettiva i problemi maggiori che dovrà affrontare il gestore del Fondo Atlante riguarderanno la sottoscrizione degli aumenti di capitale che si dovessero rendere necessari (sottoscrizione già difficile in questo momento anche per gli aumenti di capitale di banche più solide) piuttosto che l'acquisto di strumenti rappresentativi di *non performing loans*.

Tema della terza domanda è se sia possibile riconoscere nelle modalità operative del Fondo Atlante (oltre che nella sua costituzione) un effetto collaterale di "riduzione delle tensioni" nel mercato bancario e, quindi, lo stabilirsi di un clima più sereno per l'immediato futuro con riferimento alla gestione complessiva dei crediti deteriorati. Pur con qualche distinguo, gli operatori rispondono affermativamente e propendono per una riduzione delle tensioni, soprattutto per le banche più grandi e per quelle maggiormente interessate alla cartolarizzazione dei propri crediti deteriorati, mentre non sembra che ciò possa avere analogo effetto per il settore delle banche di credito cooperativo per le quali sarebbero altre le iniziative per alleggerire la tensione. Ciò nonostante, vi è la convinzione che la tensione potrebbe ripresentarsi (anche in forma nuova) qualora dovessero emergere casi di ulteriore difficoltà delle banche, soprattutto dovute a ingenti necessità di ricapitalizzazione.

Spunti molto interessanti emergono dalle risposte alla quarta domanda che sollecita l'indicazione di ulteriori interventi "ambientali" (dopo l'istituzione del Fondo Atlante e i vari provvedimenti che si sono succeduti) in grado di offrire ulteriori vie d'uscita alla criticità complessiva del nostro

sistema bancario. In molte risposte si sostiene che le risorse a disposizione del Fondo Atlante (oltre ad essere di importo più consistente) dovrebbero essere raccolte anche presso operatori esteri (venendosi così a generare un effetto di miglioramento di immagine e di riduzione della percezione di rischiosità delle nostre banche) come pure presso altri soggetti quali fondi pensione, assicurazioni e altro. C'è chi sostiene che un impulso a migliorare l'ambiente nel nostro sistema bancario e la sua immagine potrebbe derivare dall'effettiva realizzazione di qualche operazione straordinaria di acquisizione (anche ostile) di nostre banche: ciò avrebbe lo scopo di innescare un effetto "fiducia" a cascata sull'intero sistema. Quale importante effetto ambientale altri sostengono la necessità di creare un mercato secondario efficiente e liquido per lo scambio degli strumenti provenienti dalla cartolarizzazione dei crediti deteriorati; mercato per il quale c'è chi richiede anche una apposita e attenta vigilanza da parte delle autorità competenti dal momento che si potrebbero avere numerose emissioni, alcune delle quali non sempre adeguatamente costruite e apprezzate nella loro rischiosità. Le problematiche indotte dalla difficoltà di operare nel recupero dei beni immobili a garanzia dei prestiti concessi porta taluni operatori a chiedere una serie di interventi (fiscali e non) volti alla creazione di un mercato immobiliare più moderno ed efficiente: ad esempio, si chiede di rendere più agevole l'accesso alle informazioni sulle aste immobiliari e un'estensione delle possibilità di partecipazione *on line* alle medesime aste. Sul versante della concessione dei crediti bancari, da più operatori viene chiesta una maggiore e accertata professionalità nelle strutture di concessione e di monitoraggio dei prestiti erogati onde evitare – soprattutto in momenti di difficoltà – la proliferazione delle posizioni deteriorate; in questo senso viene richiesta una maggiore

responsabilizzazione degli addetti al credito che però deve essere supportata da una adeguata professionalità, capace anche di reprimere eventuali forme di *malpractice*. Qualche nota di scetticismo viene espressa da qualche operatore con riferimento all'effettiva capacità di generare benefici dai vari provvedimenti finora messi in campo; in particolare, riserve vengono da taluni espresse sulla realizzabilità della riduzione dei tempi delle procedure concorsuali, sulla deburocratizzazione delle varie procedure giudiziarie nonché sull'iter dei processi civili in materia di relazioni industriali e commerciali.

Da quanto precede, pare si possano cogliere numerosi spunti di riflessione i quali però vanno poi messi a confronto con la loro effettiva e piena realizzabilità nei tempi e con le modalità più efficienti possibili.

L'ultima domanda proposta agli operatori ha riguardato il loro parere circa il livello del prezzo di cessione "coerente" dei *non performing loans* delle banche italiane in difficoltà. Dalle risposte ottenute – anche se va detto che non tutti gli intervistati hanno voluto esprimersi al riguardo – emerge una grande prudenza in quanto si ritiene che ci siano ancora troppi elementi di incertezza a condizionare l'individuazione di un prezzo, ossia i richiamati "fattori ambientali" che incidono sulle procedure di recupero dei crediti, l'escussione difficoltosa delle garanzie, la mancanza di un effettivo mercato e l'attuale "eccesso" di offerta. Certamente – più forse come auspicio che come reale attesa – coloro che hanno indicato un intorno di valore si sono mantenuti su livelli superiori ai prezzi spuntati dalle nostre banche nel corso di alcune recenti operazioni effettuate, magari sotto la spinta dell'urgenza. In ogni caso vengono proposti prezzi che vanno da un minimo del 25-30% ad un massimo del 50-55% del valore nominale dei crediti *non performing*.

Conclusioni

Volendo riassumere alcune delle principali riflessioni espresse nel sondaggio tra gli operatori intervistati, si possono cogliere i seguenti aspetti.

In primo luogo, c'è pressoché unanimità nel considerare obbligata la soluzione dell'intervento solidale tra banche rappresentato dal Fondo Atlante data l'urgenza di trovare risorse per fronteggiare la ricapitalizzazione di alcune banche in gravi difficoltà e di procedere con l'alleggerimento dei bilanci delle banche dalle partite deteriorate.

Non tutti i rispondenti sono però concordi riguardo la capacità del Fondo di sopportare da solo il peso degli interventi richiesti (e che saranno presumibilmente richiesti anche in futuro) a favore delle banche in difficoltà. Privo di unanimità è anche il parere riguardo il successo dell'insieme dei provvedimenti finora emanati nel costituire un effettivo miglioramento dell'"ambiente" in cui stanno operando le nostre banche; sono tanti gli interventi che vengono invocati, la cui realizzabilità non può essere così immediata, o comunque – che anche se fosse – i loro effetti non potranno palesarsi solo nel medio termine.