



CFA Society  
Italy

# BRRD REVISIONI E APPLICAZIONI

**a cura di**

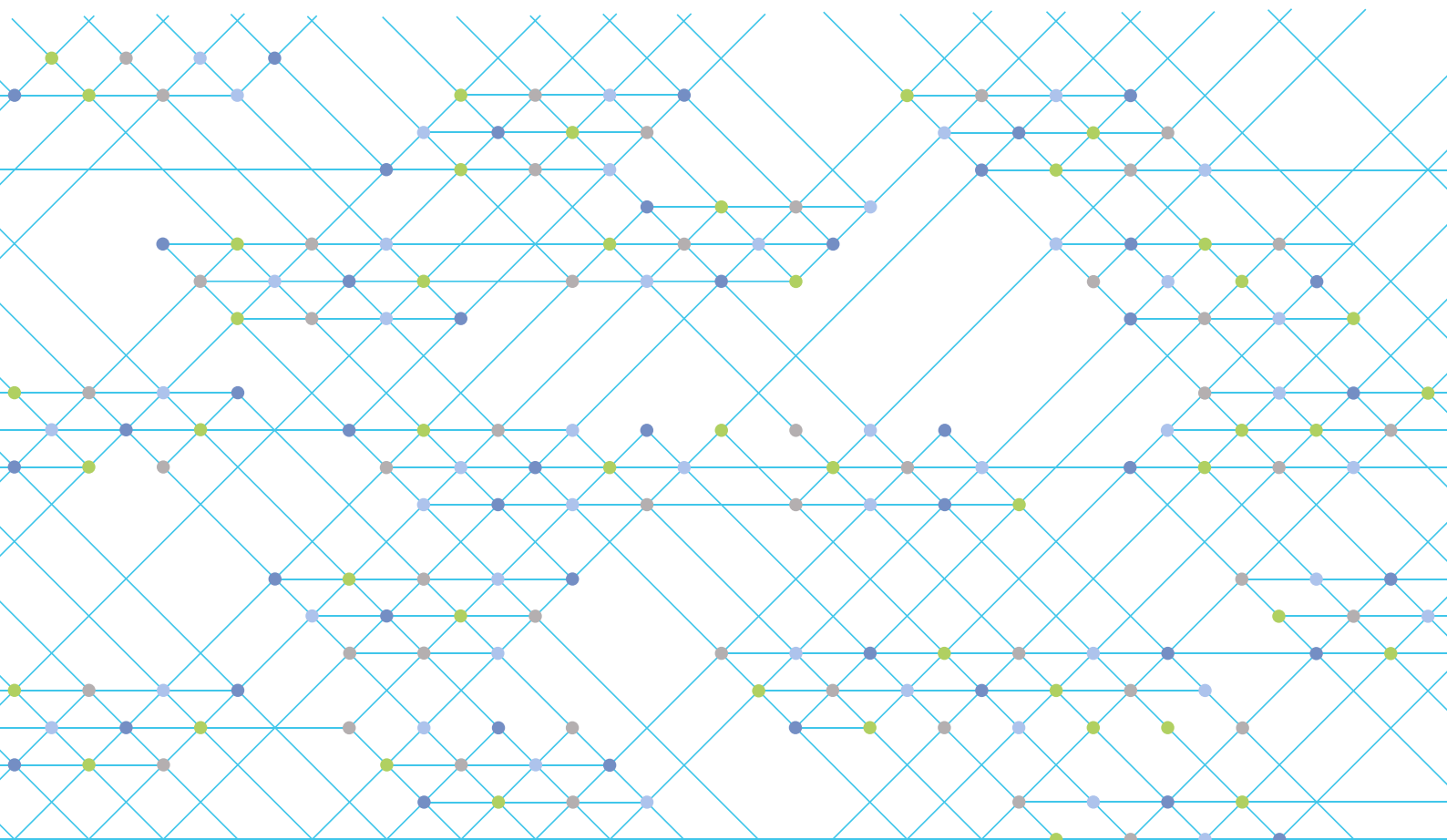
Matteo Lombardo, CFA

Denis Manzi, CFA

Serena Marchesi

Federico Reggianini, CFA

Monica Romanin, CFA



## Capitolo 1

---

<b>1.1</b>	<b>Proposte di modifica alla legislazione corrente</b>	<b>3</b>
------------	--	----------

---

## Capitolo 2

---

<b>2.1</b>	<b>La crisi di Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza</b>	<b>7</b>
<b>2.2</b>	<b>La crisi di Monte dei Paschi di Siena</b>	<b>14</b>
<b>2.3</b>	<b>La crisi di Banco Popular Español</b>	<b>18</b>
<b>2.4</b>	<b>Il mercato delle obbligazioni delle banche oggetto di intervento da parte delle Autorità di Vigilanza</b>	<b>20</b>
<b>2.5</b>	<b>Conclusioni e riflessioni</b>	<b>26</b>

---

## Capitolo 3

---

<b>3.1</b>	<b>Introduzione</b>	<b>28</b>
<b>3.2</b>	<b>La struttura delle fonti di finanziamento delle banche italiane ed europee</b>	<b>29</b>
<b>3.3</b>	<b>I nuovi strumenti di debito non-preferred senior: caratteristiche principali e collocamento nella scala gerarchica dei creditori</b>	<b>32</b>
<b>3.4</b>	<b>Il mercato delle obbligazioni non-preferred senior</b>	<b>34</b>
<b>3.5</b>	<b>La valutazione creditizia dei titoli non-preferred senior</b>	<b>36</b>
<b>3.6</b>	<b>Le agenzie di rating: dalla metodologia alla riflessione</b>	<b>39</b>

---

# Capitolo 1

---

## 1.1 Proposte di modifica alla legislazione corrente

---

## 1.1 Proposte di modifica alla legislazione corrente

Il completamento e l'implementazione di un nuovo quadro normativo in risposta alla crisi finanziaria, compresa la revisione delle regole per migliorare la resilienza degli enti finanziari, rimangono tra le priorità delle istituzioni europee (Commissione Europea, Consiglio UE e Parlamento europeo).

Le proposte di modifica alla direttiva 2014/59/UE (*“Direttiva sul Risanamento e la Risoluzione delle Banche”*, più comunemente nota come *“Bank Recovery and Resolution Directive – BRRD”* o *“Direttiva sul bail-in”*) fanno parte di un più ampio riesame della legislazione dell'Unione Europea volto a ridurre i rischi nel settore finanziario ed a promuovere nel contempo il finanziamento sostenibile dell'attività economica. Tali proposte comprendono anche la revisione del regolamento sul Meccanismo di Risoluzione Unico (n. 806/2014, *“Single Resolution Mechanism Regulation – SRMR”*) nonché del regolamento sui requisiti patrimoniali (n. 575/2013, *“Capital Requirements Regulation – CRR”*) e della direttiva sui requisiti patrimoniali (2013/36/UE, *“Capital Requirements Directive – CRD”*).

Il 23 novembre 2016 la Commissione Europea ha presentato una serie di proposte legislative che mirano ad emendare sia i requisiti prudenziali di capitale (CRD / CRR) che la struttura di risoluzione delle crisi (BRRD/SRMR).<sup>[1]</sup> Gli obiettivi primari della Commissione sono:<sup>[2]</sup>

- › Ridurre la leva finanziaria eccessiva all'interno del sistema bancario attenuando i rischi di funding di lungo periodo
- › Accrescere la convergenza tra gli Stati membri per quello che riguarda le leggi sull'insolvenza ed i procedimenti di ristrutturazione

[1] La struttura di risoluzione delle crisi bancarie nelle UE consta di due pezzi: la BRRD, che si applica a tutte le banche all'interno dell'Unione Europea, e SRMR, che invece è valido solo per le istituzioni nei paesi appartenenti all'area Euro.

[2] Si veda: Commissione europea, [“Riforma del settore bancario dell'UE: banche forti per sostenere la crescita e ripristinare la fiducia”](#), 23 novembre 2016

- › Migliorare la capacità di assorbimento delle perdite da parte degli enti creditizi

Le proposte includono una serie di correzioni per meglio integrare nel diritto dell'Unione Europea i principi internazionali sull'assorbimento delle perdite stabiliti nel 2015 dal *Financial Stability Board*, evitando al contempo un indebito impatto sul finanziamento dell'economia reale.

Nelle specifico ci soffermiamo sulle proposte di modifica che riguardano i seguenti ambiti:

1. Gerarchia dei creditori degli enti bancari in insolvenza con l'introduzione di una nuova classe di strumenti – proposta di modifica di BRRD
2. Assorbimento delle perdite e ricapitalizzazione degli enti – proposta di modifica di SRMR

### 1. Gerarchia dei creditori nelle procedure di insolvenza

La trasposizione nell'ordinamento giuridico nazionale della graduatoria dei creditori in caso di insolvenza non è avvenuta in maniera omogenea per tutti gli Stati membri: lo strumento *“Direttiva”* concede infatti margini di manovra ai legislatori nazionali in fase di recepimento, ed i possessori di titoli di debito non garantiti ed altri creditori possono essere trattati in maniera differente in una nazione rispetto all'altra.

La Direttiva distingue il livello di protezione dei soggetti e dei diritti da questi vantati nei confronti dell'istituto in dissesto in funzione della forza giuridica del titolo di credito posseduto (c.d. *seniority*): minore è la *seniority* e maggiori sono i sacrifici patrimoniali richiesti in caso di procedura d'insolvenza.

La direttiva stabilisce inoltre che vi sono delle passività bancarie che non sono aggredibili in caso di avvio della procedura di *bail-in* (c.d. *passività escluse*), che

non possono essere né svalutate né convertite in capitale.<sup>[3]</sup> In caso di procedura d'insolvenza, le passività non espressamente escluse possono invece essere, il linea di principio, svalutate e/o convertite in capitale sulla base del principio che gli strumenti con minor *seniority* (ad esempio, le azioni rappresentanti i mezzi propri) partecipano prima di quelli con maggior *seniority* (ad esempio, le obbligazioni *senior*) nella copertura delle perdite della banca secondo questo ordine: azionisti; detentori di altri titoli di capitale; altri creditori subordinati; creditori chirografari; persone fisiche e piccole e medie imprese titolari di depositi per l'importo eccedente €100.000.

**Le proposte di emendamento dell'articolo 108 della BRRD mirano ad armonizzare la gerarchia dei creditori in caso di insolvenza, imponendo agli Stati membri la creazione di una nuova classe di debito di primo rango "non privilegiato" ("non-preferred senior debt") che dovrebbe essere assoggettata a *bail-in* solo dopo altri strumenti di capitale, ma prima di altre passività considerate *senior*.**<sup>[4]</sup> Questo dovrebbe facilitare l'applicazione delle norme UE sul *bail-in* in situazioni transfrontaliere ed evitare distorsioni del mercato unico dell'UE.

## 2. Capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione per gli enti creditizi

La proposta in questione mira ad armonizzare le leggi nazionali degli Stati membri partecipanti all'SRM (*Single Resolution Mechanism*) per quanto riguarda la capacità di assorbimento delle perdite con le norme convenute a livello internazionale.

L'attuale quadro normativo dell'Unione Europea già impone a tutte le banche di detenere una quantità sufficiente di passività ad elevata capacità di assorbimento delle perdite che dovrebbero essere sottoposte a *bail-in* nel contesto di una risoluzione: le autorità devono infatti stabilire, per ciascun ente, un requisito **minimo**

[3] Esempi di passività escluse: depositi protetti dal sistema di garanzia dei depositi (ossia i depositi fino a €100.000) e le passività garantite (covered bonds e altri strumenti garantiti, debiti verso dipendenti).

[4] Gli enti restano liberi di emettere debito in entrambe le classi, ma solo la nuova classe è disegnata specificatamente per essere ammissibile nel computo del requisito minimo TLAC (vedi in seguito), o di ogni eventuale requisito di subordinazione che potrebbe essere imposto caso per caso dalle autorità di risoluzione. I titoli non-preferred senior sono meglio discussi nel capitolo 3.

**di fondi propri e passività ammissibili** ("*minimum requirement for own funds and eligible liabilities – MREL*").

Tuttavia, il 9 novembre 2015 il *Financial Stability Board* (FSB) ha emanato la lista delle condizioni relative alla **capacità totale di assorbimento delle perdite** ("*total-loss absorbing capacity – TLAC*") che devono essere rispettate a partire dal 2019 da tutte le banche considerate a rilevanza sistemica globale (le cosiddette *Global Systemically Important Institutions - G-SII*).

**Il principale obiettivo della proposta di armonizzazione mira ad includere ed integrare i requisiti previsti da TLAC nelle norme generali sul MREL previste dall'Unione Europea**, evitando duplicazioni ed incongruenze nell'applicazione dei due requisiti paralleli. Sebbene perseguano lo stesso obiettivo normativo, TLAC e MREL sono infatti strutturati in modo diverso.

In primo luogo, il campo di applicazione di MREL non è circoscritto alle sole banche a rilevanza sistemica globale, ma copre l'intero settore bancario dell'UE. Contrariamente alla regolamentazione TLAC, che contiene un livello minimo armonizzato, il livello di MREL è stabilito dalle autorità di risoluzione in base a una valutazione specifica dell'ente eseguita di volta in volta. Infine, il requisito minimo TLAC dovrebbe essere rispettato, in linea di massima, mediante strumenti di debito subordinati, mentre il MREL non è così specifico, essendo applicato non in maniera uniforme a tutte le banche ma su base individuale.

Poiché le disposizioni su TLAC, come tutte le disposizioni di FSB e le regole bancarie di Basilea, non sono formalmente vincolanti né per le nazioni né per le istituzioni, per diventare un requisito obbligatorio devono essere adottate a livello nazionale o di UE.<sup>[5]</sup>

Le proposte di modifica sono state oggetto di un'approfondita valutazione d'impatto, che ha concluso che l'opzione preferibile è di integrare la norma TLAC nel quadro di risoluzione vigente, opportunamente modificato per garantire una totale compatibilità. Nello specifico, le proposte prevedono che le modifiche all'articolo 12 del regolamento UE n. 806/2014 (*SRMR*) evitino che **il livello di debito subordinato che le autorità di risoluzione impongono alle banche dell'UE sia superiore a quanto richiesto dalle condizioni relative a TLAC**. Nella visione della Commissione Europea, le norme dovrebbero essere concepite in modo da non pe-

[5] Le disposizioni di Basilea sono state trasposte in norme comunitarie attraverso l'implementazione delle già citate CRR e CRD.

nalizzare le banche che aumentano o che mantengono elevato il loro livello di capitale proprio per soddisfare TLAC costringendole ad emettere debito supplementare per rientrare nei requisiti di MREL.

Un altro elemento di discussione è stato il ruolo di *risk-weighting* nel determinare i requisiti di MREL: TLAC è infatti basata sia su *risk-weighted assets* (RWA) che su un denominatore non basato sul rischio (*Leverage Ratio Exposure – LRE*), come definito dalle regole di Basilea III). Commissionati dal Parlamento Europeo, nel giugno 2016 sono stati pubblicati quattro *papers* focalizzati sui pro e contro di calcolare il valore totale delle attività di un ente creditizio utilizzando entrambe le metodologie.<sup>[6]</sup>

**La tabella sottostante dettaglia le proposte di cambiamento alla struttura di MREL, andando sostanzialmente ad integrare i requisiti previsti da TLAC nelle norme generali già previste dall'Unione.**

## Riferimenti

EP Legislative Observatory, Procedural file on [Bank recovery and resolution: loss-absorbing and recapitalisation capacity of credit institutions and investment firms](#), 2016/0362(COD)

EP Legislative Observatory, Procedural file on [Single Resolution Mechanism: loss-absorbing and recapitalisation capacity for credit institutions and investment firms](#), 2016/0361(COD)

European Commission, [Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council amending Regulation \(EU\) No 806/2014 as regards loss-absorbing and Recapitalisation Capacity for credit institutions and investment firms](#), COM(2016)851

European Commission, [Proposal for a Directive of the European Parliament and the Council amending Directive 2014/59/EU on loss-absorbing and recapitalisation capacity of credit institutions and investment firms and amending Directive 98/26/EC, Directive 2002/47/EC, Directive 2012/30/EU, Directive 2011/35/EU, Directive 2005/56/EC, Directive 2004/25/EC and Directive 2007/36/EC](#), COM(2016)852

European Commission, [Call for evidence: regulatory framework for financial services](#)

Single Resolution Board, [2017 Work Programme](#), 28 November 2016

EPRS, [Amending the bank resolution framework – BRRD and SRMR](#), Legislative Briefing, 6 June 2017

	MREL per banche G-SII	MREL per banche non G-SII
Metodo di calcolo (denominatore)	Total risk exposure (RWA); leverage ratio exposure (LRE)	Total risk exposure (RWA); leverage ratio exposure (LRE)
Subordinazione: strumenti ammissibili	Richiesta, ma possono esserci eccezioni. Creazione di "non-preferred senior debt" ammissibile in MREL.	Possano essere richiesti caso per caso dalle autorità di risoluzione. Creazione di "non-preferred senior debt" ammissibile in MREL.
Calibrazione: approccio "Pillar 1" vs. "Pillar 2"	Requisito minimo comune ("Pillar 1") più requisiti individuali specifici ("Pillar 2")	Requisiti specifici per ogni ente individuale ("Pillar 2") basati sulle caratteristiche di ogni banca: complessità, profilo di rischio, ...
Ammontare richiesto	Requisito minimo fisso: 16% RWA e 6% LRE Requisito di buffer combinato ("Pillar 2"): loss absorption e market confidence	Ammontare per assorbimento perdite (massimo: requisito "Pillar 1" + buffer "Pillar 2") Requisito di buffer combinato / ammontare di ricapitalizzazione (massimo: requisito di capitale "Pillar 1" + buffer "Pillar 2")

[6] Raccolti sotto il titolo comune di "Total Assets versus Risk Weighted Assets: does it matter for MREL requirements?", i quattro paper sono stati scritti, rispettivamente, da [Rym Ayadi e Giovanni Ferri](#), [Martin Hellwig](#), [Bennett Berger e Silvia Merler](#), e [Willem Pieter de Groen](#). Ayadi e Ferri supportano l'allineamento completo di TLAC e MREL, raccomandando "di mantenere le due metriche di RWA e LRE ed applicare il massimo in ciascun caso". Hellwig sostiene che né RWA né le attività totali forniscono una buona guida nel determinare MREL, e che RWA sia quello meno ottimale perché "le regole sul capitale si focalizzano sulla probabilità di risultati avversi, mentre MREL si preoccupa dell'estensione delle perdite nel caso in cui i risultati siano avversi". Berger e Merler ritengono l'utilizzo di RWA più credibile, anche se ammettono che questa metodologia ha un costo soprattutto per le banche più piccole. In maniera simile, de Groen nota che RWA (rispetto al totale delle attività) è più alto per le banche più piccole e quelle più orientate al mercato retail.

## **Capitolo 2**

---

**2.1 La crisi di Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza**

---

**2.2 La crisi di Monte dei Paschi di Siena**

---

**2.3 La crisi di Banco Popular Español**

---

**2.4 Il mercato delle obbligazioni delle banche oggetto di intervento da parte delle Autorità di Vigilanza**

---

**2.5 Conclusioni e riflessioni**

---

## 2.1 La crisi di Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza

### Breve ricostruzione degli eventi che hanno portato alla liquidazione di veneto banca e banca popolare di vicenza

Al termine dell'anno 2013 i principali dati di bilancio delle due maggiori banche locali venete erano i seguenti:

	Banca Popolare di Vicenza	Veneto Banca
Totale attivi	€45,2 mld	€37,3 mld
Numero dipendenti	5.290	6.208
Numero sportelli	640	587
Raccolta totale <sup>[1]</sup>	€50,7 mld	€52,7 mld
Raccolta diretta	€31,6 mld	€26,3 mld

Fonte: Bilanci 2013 di Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza.

Le dimensioni dei due istituti, in valore assoluto rispetto ai volumi nazionali, non risultavano rilevanti. Se valutate invece nel solo contesto locale, l'economia della regione veneta era dipendente in maniera significativa dalla loro attività: le interconnessioni con gli investitori *retail*, le aziende del territorio ed in generale con tutti gli *stakeholders* erano considerevoli.

La crisi delle due banche ha avuto come causa scatenante la grave recessione economica che ha subito il Paese dal 2008-2009 e la Regione Veneto non si è sottratta a tali dinamiche. La tabella precedente presenta i dati finanziari delle due banche a fine 2013 perché proprio in quell'anno emersero le prime contestazioni da parte di Banca d'Italia che portarono alle prime rettifiche sui crediti deteriorati già applicabili sui bilanci

[1] La raccolta totale è data dalla raccolta diretta (conti correnti, depositi ed obbligazioni emesse dalla Banca) più la raccolta indiretta (risparmio amministrato, gestioni patrimoniali, etc).

Veneto Banca		2016	2015	2014	2013	2012
Attività Totali	(mEUR)	28.078	33.349	36.167	37.307	40.165
Utile netto	(mEUR)	-1.582	-907	-984	-100	-72
Tier 1 Ratio	%	6,39	7,23	9,56	7,69	7,93
NPL Ratio	%	38,24	27,46	19,38	15,53	11,25
Capital Impairment Ratio (unreserved impaired loans / equity)	%	270,36	194,58	100,32	86,71	62,79
Numero di dipendenti		6.089	6.263	6.179	6.192	6.222
Numero di filiali		480	521	586	587	586
Banca Popolare di Vicenza		2016	2015	2014	2013	2012
Attività Totali	(mEUR)	34.424	39.783	46.475	45.235	46.709
Utile netto	(mEUR)	-1.901	-1.406	-758	-27	101
Tier 1 Ratio	%	7,47	6,65	10,44	9,21	8,23
NPL Ratio	%	35,54	30,41	18,46	13,41	10,41
Capital Impairment Ratio (unreserved impaired loans / equity)	%	227,62	196,66	85,27	76,04	65,05
Numero di dipendenti		5.147	5.273	5.275	5.267	5.296
Numero di filiali		511	627	661	640	640

Fonte: Single Resolution Board ("Comitato di Risoluzione Unico"), Orbis Bank



del 2012. In particolare, al termine di varie ispezioni effettuate presso Veneto Banca durante il 2013 emerse la criticità del fenomeno delle “azioni finanziate”. L’istituto di Montebelluna non aveva infatti dedotto dal patrimonio di vigilanza il capitale raccolto in abbinamento a finanziamenti erogati ai sottoscrittori delle azioni emesse<sup>[2]</sup>. Lo stesso abuso è stato rilevato in successive ispezioni anche in Banca Popolare di Vicenza nel corso del 2014. Una volta dedotte tali azioni dal patrimonio netto, i *ratio* patrimoniali peggioravano drasticamente per entrambe le banche e l’impatto mediatico che ne seguì portò ad una crisi reputazionale.

Nella tabella seguente sono riportati i principali dati di bilancio dal 2012 al 2016 per i due istituti: è evidente il continuo peggioramento dello stato patrimoniale, l’aumento delle perdite ed il progressivo deterioramento dei crediti.

La situazione nei mesi successivi al palesarsi delle prime problematiche, ha continuato a peggiorare data la difficoltà di accedere al mercato dei capitali delle due banche che, non quotate, hanno tentato di proporre aumenti di capitale senza successo. In aggiunta, i clienti azionisti che hanno iniziato a richiedere la cessione delle loro azioni non hanno trovato liquidità per i loro titoli contribuendo ad alimentare ulteriormente la crisi di fiducia nei confronti dei due istituti.

La normativa BRRD è stata pubblicata in Gazzetta Ufficiale Europea il 12 Giugno 2014 ed è divenuta legge applicabile in Italia a partire dal novembre 2015. Le rilevazioni sollevate da Banca d’Italia rispetto alle irregolarità contabili e le richieste di maggiori accantonamenti sui crediti deteriorati non erano tali da richiedere immediate contromisure quali, ad esempio, il commissariamento. Come illustrato successivamente dalla stessa Banca d’Italia: “[...] non ricorrevano le condizioni previste dal Testo Unico Bancario per commissariare la Banca”<sup>[3]</sup>. Per l’istituto di Montebelluna l’organo di vigilanza richiese comunque un ricambio degli organi sociali e l’avvio di una procedura di integrazione con istituti di elevato *standing* per migliorare i *ratio* patrimoniali e generare delle sinergie tali da consentire una più alta redditività del capitale. In aggiunta si segnala che nel “*Comprehensive Assessment*”

effettuato da Banca Centrale Europea (BCE) e da Banca d’Italia - i cui risultati sono stati pubblicati ad ottobre 2014 - entrambe le banche venete avevano superato, seppur di poco, gli stress test.<sup>[4]</sup>

Gli *advisor* che nel tempo hanno assistito le due banche venete con i medesimi obiettivi (quotazione sul mercato e/o operazioni di M&A con altri istituti) non sono riusciti a raggiungere i risultati attesi, complici i peggioramenti dei conti e la continua perdita di fiducia degli investitori. Alla fine è dovuto intervenire il fondo Atlante (fondo di investimento formalmente privato, nato sotto impulso del governo italiano per intervenire nelle crisi bancarie e gestito da Quaestio Capital Management SGR), che a maggio 2016 ha sottoscritto un aumento di capitale da €1,5 miliardi in Banca Popolare di Vicenza ed a giugno un aumento di capitale di circa €1 miliardo in Veneto Banca. Con queste due operazioni, il veicolo gestito da Quaestio Capital Management SGR, che amministra i capitali investiti dalle principali banche italiane, da fondazioni bancarie e da Cassa Depositi e Prestiti, è divenuto l’azionista di maggioranza (con una quota prossima al 100%) in entrambi gli istituti.

L’intervento di Atlante non si è dimostrato sufficiente e così, il 17 Marzo 2017, entrambi gli istituti veneti hanno annunciato la richiesta formale di ricapitalizzazione precauzionale, ovvero di accedere al sostegno finanziario straordinario e temporaneo da parte dello Stato Italiano, così come previsto dalla BRRD ed introdotto in Italia con il D.Lgs. 180 del 2015.<sup>[5]</sup> Su questa base ha avuto inizio un articolato programma di lavoro stabilito dalla Commissione Europea che ha visto impegnate diverse istituzioni: Commissione (responsabile della verifica della compatibilità delle misure con le norme europee in tema di aiuti di Stato), BCE (autorità di supervisione competente su entrambi i gruppi bancari), Ministero dell’Economia e della Finanza (MEF) e Banca d’Italia. Il negoziato tuttavia non ha avuto esito positivo e l’ipotesi di ricapitalizzazione precauzionale è stata abbandonata date le valutazioni delle autorità europee in materia di perdite “probabili nel futuro prossimo” – un concetto introdotto dalla nuova normativa sulla gestione delle crisi, che ne impone la copertura con capitali privati – e sul piano di ristrutturazione proposto dalle due banche venete.

[2] Come invece avrebbe dovuto fare secondo le regole di Basilea 3, vedere: ["La definizione di capitale contenuta in Basilea 3: domande frequenti"](#)

[3] Con riferimento a Veneto Banca nel 2013. Vedere: ["La crisi di Veneto Banca S.p.A. e Banca Popolare di Vicenza S.p.A.: Domande e risposte"](#)

[4] Vedere il [comunicato stampa](#) di Banca d’Italia.

[5] Vedere: ["Veneto Banca"](#) e ["Popolare di Vicenza"](#)

## Stato di dissesto e decisioni degli organi europei

Il 23 giugno 2017 la Banca Centrale Europea (BCE) ha accertato lo stato di dissesto, o rischio di dissesto, sia per Veneto Banca che per Banca Popolare di Vicenza.<sup>[6]</sup> Secondo la BCE erano presenti evidenze che portavano alla conclusione che le due banche non rispettavano i requisiti di adeguatezza patrimoniale in misura tale da giustificare il ritiro dell'autorizzazione allo svolgimento dell'attività bancaria da parte dell'autorità competente.

Lo stesso giorno il *Single Resolution Board* (SRB) ha:<sup>[7]</sup>

1. Accertato che non erano attuabili, in tempi congrui, misure alternative quali la ricapitalizzazione attraverso capitali privati o le altre soluzioni a disposizione delle autorità di supervisione previste dalla BRRD. SRB è giunto a questa conclusione tenendo anche conto di alcuni elementi specifici quali: l'incapacità delle due banche di raccogliere sufficiente capitale privato aggiuntivo, l'inconsistenza e la scarsa credibilità dei *business plan* proposti, ed infine l'insufficienza degli strumenti di capitale aggiuntivo che, se convertiti in capitale, non avrebbero comunque consentito di ottenere dei *ratio* accettabili.
2. SRB ha inoltre stabilito che, date le peculiarità degli istituti e le loro specifiche situazioni finanziarie ed economiche, **l'azione di risoluzione non era necessaria nel pubblico interesse**. Le motivazioni alla base di questa valutazione sono state:
  - › Le funzioni svolte dalle due banche (raccolta, impieghi, servizi di pagamento) non erano essenziali poiché riguardavano una base limitata di clientela e potevano essere facilmente sostitu-

te in tempi ragionevolmente brevi.<sup>[8]</sup>

- › Il fallimento dei due istituti difficilmente avrebbe portato ad effetti significativamente avversi sulla stabilità finanziaria del Paese; questo tenendo in considerazione, in particolare, le ridotte interconnessioni finanziarie ed operative con gli altri enti creditizi.
- › Il normale procedimento di insolvenza vigente in Italia avrebbe ottenuto gli stessi obiettivi della risoluzione e con modalità simili, visto che avevano gradi comparabili di protezione dei depositanti, degli investitori ed in generale degli *asset* dei clienti.

SRB ha infine delegato a Banca d'Italia, in quanto autorità nazionale di risoluzione, l'implementazione delle decisioni prese.

**E' da notare che la normativa non definisce criteri oggettivi per stabilire la presenza o meno "dell'interesse pubblico" alla risoluzione, per valutare cioè se siano presenti significativi rischi di natura sistemica: ogni decisione è rimessa alle valutazioni del *Single Resolution Board*.**

### Liquidazione: la cessione a Intesa Sanpaolo

Dopo la decisione di SRB, con decreto legge n. 99 del 25 giugno 2017, il Ministero dell'Economia e delle Finanze, su proposta di Banca d'Italia, ha posto i due istituti veneti in liquidazione coatta amministrativa.

Poiché la liquidazione "atomistica", ossia la vendita nel tempo dei singoli cespiti aziendali, avrebbe determinato gravi pregiudizi per l'economia, si è ritenuto opportuno individuare una soluzione che consentisse di gestire la crisi attraverso una soluzione ibrida: alla liquidazione coatta amministrativa, secondo le procedure previste in Italia dal Testo Unico Bancario, sono

[6] "In dissesto o a rischio di dissesto" (art. 32 di BRRD) è la classificazione utilizzata dalle autorità di vigilanza per designare le banche da sottoporre a risoluzione o da liquidare con procedura ordinaria di insolvenza, ed è una delle condizioni necessarie per l'avvio della procedura. Quando non vi sono le condizioni per un programma di risoluzione, le autorità nazionali di risoluzione provvedono alla liquidazione dei soggetti coinvolti con procedura ordinaria di insolvenza conformemente al diritto nazionale. Per i casi specifici delle due banche venete vedere: "La BCE ha considerato Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza in dissesto o a rischio di dissesto", 23 giugno 2017

[7] Comunicato di Single Resolution Board: "The SRB will not take resolution action in relation to Banca Popolare di Vicenza and Veneto Banca"

[8] Le "funzioni essenziali" sono le attività, servizi o operazioni la cui interruzione porterebbe verosimilmente, in uno o più Stati membri, all'interruzione di servizi essenziali per l'economia reale o potrebbe compromettere la stabilità finanziaria a causa della dimensione, della quota di mercato, delle interconnessioni esterne ed interne, della complessità o delle attività transfrontaliere di un ente o gruppo, con particolare riguardo alla sostituibilità di tali attività, servizi o operazioni.

stati affiancati considerevoli aiuti di stato.<sup>[9]</sup>

Stando alle rivelazioni dell'organo di vigilanza italiana:

*"[...] seguendo le consuete indicazioni della Commissione Europea è stata avviata una procedura aperta, concorrenziale, non discriminatoria, con l'ausilio di un consulente indipendente scelto dopo una gara. È stata predisposta una "data room" con i dati analitici delle due banche; cinque gruppi bancari e un gruppo assicurativo hanno fatto richiesta di accedervi. Al termine del periodo concesso sono state avanzate due offerte vincolanti: l'offerta di Unicredit, riferita soltanto a una parte marginale degli attivi e passivi oggetto di vendita, e l'offerta di Intesa Sanpaolo, risultata vincente."<sup>[10]</sup>*

La cessione ha visto il passaggio ad Intesa Sanpaolo

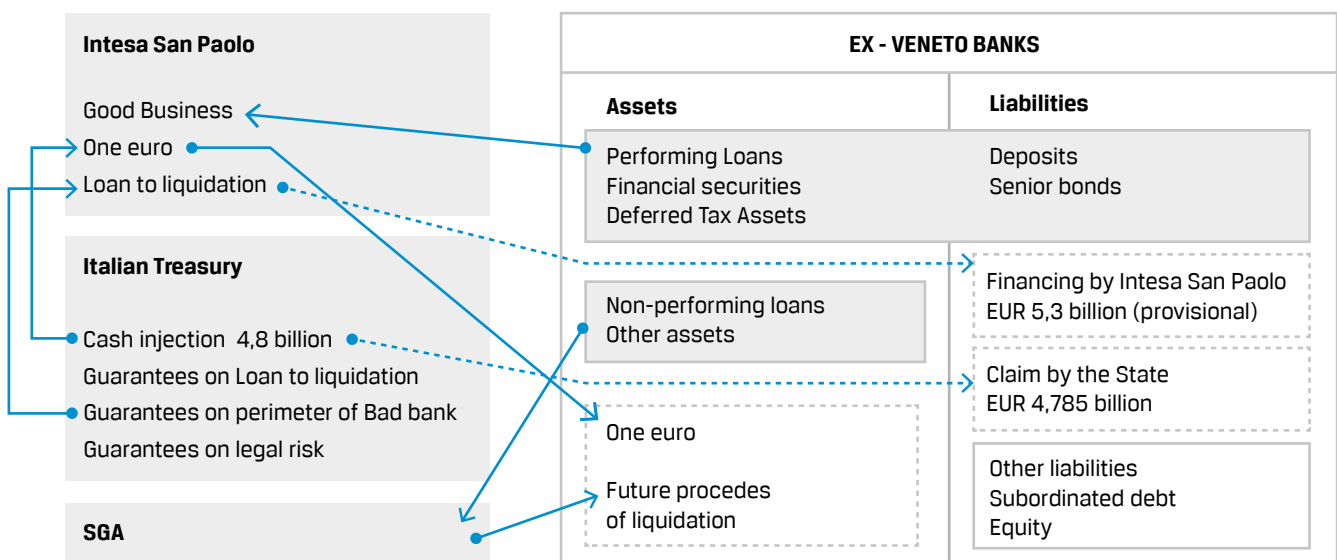
[9] La liquidazione "atomistica" avrebbe comportato il rientro immediato dei prestiti erogati alla clientela e il congelamento dei depositi (esclusi quelli di importo inferiore a €100.000, coperti dalla garanzia, ed altre passività rimborsate dal Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi).

[10] Secondo quanto riportato da Banca d'Italia ("La crisi di Veneto Banca S.p.A. e Banca Popolare di Vicenza S.p.A.: Domande e risposte"), nei giorni precedenti la gara descritta, alcuni fondi d'investimento avevano manifestato interesse per immettere capitale privato nelle due banche venete, che avrebbe potuto essere utile a coprire le "perdite probabili nel prossimo futuro". L'investimento prospettato non risultava tuttavia utile allo scopo, per quantità e qualità: oltre ad essere inferiore all'entità delle perdite da coprire (emerse in seguito all'analisi del piano di ristrutturazione da parte delle autorità europee), sarebbe stato in prevalenza rappresentato da strumenti finanziari diversi dalle azioni e quindi non sarebbe stato utilizzabile per coprire le "perdite probabili nel prossimo futuro". Inoltre, l'elevata remunerazione richiesta dai fondi avrebbe finito con l'intaccare significativamente la redditività delle due banche.

di un compendio aziendale delle due banche che ha incluso gran parte delle attività e passività. Obiettivo della cessione è stato il mantenimento della continuità dei rapporti economici esistenti per preservare il valore delle aziende. Secondo Banca d'Italia, la cessione atomistica avrebbe al contrario rappresentato una soluzione con perdite aggregate maggiori rispetto al valore recuperato attraverso la cessione "in blocco".

Le misure adottate per completare l'operazione includono:

1. Vendita di tutte le attività redditizie ad Intesa Sanpaolo (in particolare *performing loans* e *asset finanziari*) e trasferimento di parte delle passività (depositi ed obbligazioni *senior*). Anche i dipendenti sono stati assorbiti da Intesa Sanpaolo. La banca acquirente ha corrisposto €1 a titolo di pagamento, ed ha ricevuto un'iniezione di liquidità pari a €4,785 miliardi da parte dello Stato Italiano oltre a garanzie statali fino a €12 miliardi. Di questi, €6,3 miliardi sono stati previsti a servizio dei crediti che non risultino in *bonis*, oltre €4 miliardi sono stati previsti a servizio di crediti in *bonis* ma ad alto rischio, ed infine €1,5 miliardi sono stati previsti a copertura dei rischi legali.
2. Trasferimento (*a book value*) degli altri *asset* non ceduti ad Intesa Sanpaolo (nella quasi totalità rappresentati da *non-performing loans*) a SGA (Società per la Gestione di Attività), veicolo originariamente istituito nel 1997 come "*bad bank*" del Banco di Napoli ed operante come struttura di recupero crediti.



Fonte: Single Resolution Board.

- Riduzione e conversione di azionisti e creditori subordinati. A questi ultimi, nel caso fossero clienti *retail* che avevano acquistato gli strumenti in un rapporto negoziale diretto con gli istituti emittenti e prima del 12 giugno 2014 (data di pubblicazione in Gazzetta Ufficiale europea della normativa BRRD), è stato offerto un “ristoro” attraverso l’accesso al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi. Al momento in cui si scrive la procedura di assegnazione dei ristori non si è ancora conclusa.

Per quanto riguarda la valutazione dei *Non-Performing Loans (NPL)* ceduti a SGA (punto 2), le seguenti considerazioni sono state esposte alla Camera dei Deputati il 25 giugno 2017:

“[...] ai fini della valutazione del valore di recupero dei crediti rientranti nella liquidazione, la Banca d'Italia ha provveduto sulla base delle considerazioni che seguono. Il valore lordo dei crediti deteriorati delle due capogruppo venete nonché di Banca Nuova e Banca Apulia (escludendo le tre banche estere di Veneto Banca e la business unit in Romania) è pari a 17,5 miliardi (9,6 miliardi il valore al netto delle rettifiche); tali crediti lordi sono composti da sofferenze per 8,9 miliardi, inadempienze probabili per 8,4 miliardi e scaduti per 0,2 miliardi. Il recupero di questi crediti sarà affidato a una società specializzata (SGA) con l'obiettivo di massimizzare il soddisfacimento delle ragioni di credito, senza quindi la necessità di cedere in tempi brevi sul mercato i crediti deteriorati a prezzi penalizzanti. E' pertanto possibile ipotizzare tassi di recupero in linea con quelli storicamente conseguiti dalle banche italiane. Su questa base, i recuperi sui crediti deteriorati rientranti tra gli attivi in liquidazione, di cui beneficerebbe nel tempo lo Stato, ammonterebbero complessivamente a 9,6 miliardi per le banche italiane, di cui 4,2 miliardi a valere sulle sofferenze e 5,4 miliardi a valere sulle inadempienze probabili. Per le banche estere e per i crediti deteriorati della business unit in Romania si è ipotizzato il recupero del valore di bilancio pari complessivamente a 0,3 miliardi.”<sup>[11]</sup>

### Liquidazione coatta amministrativa vs risoluzione

Il decreto legge n.180 del 2015 che ha recepito in Italia la BRRD individua le soluzioni applicabili per la prevenzione ed eventuale gestione dello stato di crisi delle banche:<sup>[12]</sup>

- Riduzione e conversione di azioni, partecipazioni ed altri strumenti di capitale
- Risoluzione
- Liquidazione coatta amministrativa (secondo quanto previsto dall'art. 80 del Testo Unico Bancario)

Stimare quale sarebbe stato il livello di abbattimento delle passività necessario a raggiungere un livello di capitalizzazione idoneo (nel rispetto della normativa europea sui requisiti patrimoniali minimi) per le due banche venete nel caso di avvio della Risoluzione non è affatto immediato, in quanto occorrerebbe fare delle assunzioni su quello che sarebbe stato il reale valore imputabile a bilancio delle diverse poste dell'attivo. E' ragionevole ritenere che se fosse stata avviata la risoluzione sarebbe stato necessario fare ricorso alle procedure di *bail-in*, nel qual caso anche le passività non subordinate (come ad esempio il debito *senior* ed i depositi oltre €100.000) sarebbero state aggredite.

La stessa Banca d'Italia ha affermato:

“Non essendo stata attivata la procedura di risoluzione, non è stato necessario applicare lo strumento del *bail-in*. È stata dunque assicurata la totale salvaguardia delle passività non coperte dal Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (depositi di importo superiore ai 100.000 euro, obbligazioni ordinarie), detenute prevalentemente da famiglie e imprese di piccola e media dimensione.”<sup>[13]</sup>

Perché è stata quindi seguita la strada della liquidazione? Secondo quanto previsto dagli artt. 20 e 21 del D. Lgs. 180/2015, la risoluzione è disposta se viene accertata la sussistenza dell'interesse pubblico, che si riconosce quando:

[12] [Decreto legge 180/2015](#), art. 20, così come pubblicato nella Gazzetta Ufficiale

[13] Banca d'Italia: "[Informazioni sulla soluzione della crisi di Veneto Banca S.p.A. e Banca Popolare di Vicenza S.p.A. - Memoria per la VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati](#)", luglio 2017

[11] [Disegno di legge della Camera dei Deputati](#) (25 giugno 2017)

1. La risoluzione è necessaria e utile al raggiungimento dei seguenti obiettivi: continuità delle funzioni aziendali, stabilità finanziaria, contenimento degli oneri a carico delle finanze pubbliche, tutela dei depositanti e degli investitori protetti da sistema di garanzia e dei fondi e altre attività della clientela
2. La sottoposizione della banca a liquidazione coatta amministrativa non consentirebbe di realizzare gli stessi obiettivi nella stessa misura.

Come visto precedentemente, l'avvio della liquidazione coatta amministrativa ha consentito di perseguire gli obiettivi propri della gestione della crisi secondo i principi della BRRD.

La liquidazione coatta amministrativa è stata avviata in ottemperanza a quanto previsto dalla BRRD (e applicata secondo quanto previsto dal TUB), al fine di realizzare gli stessi obiettivi perseguibili avviando la risoluzione e nella stessa misura. Va sottolineato anche il fatto che Banca d'Italia ha proceduto alla vendita di parte degli attivi e passivi delle due banche senza la necessità del preventivo consenso degli azionisti; questa è una delle misure adottabili dall'autorità anche nel caso di avvio della risoluzione (*"la cessione di beni e rapporti giuridici a un soggetto terzo"*).<sup>[14]</sup>

In generale, i criteri ai quali SRB fa riferimento per stabilire se sussista o meno l'interesse pubblico nell'avvio di una procedura di risoluzione non sono oggettivamente misurabili, o comunque non sono stati indicati dei riferimenti di misura.

La scelta di SRB di valutare la risoluzione delle due banche venete non di pubblico interesse - e di avviare quindi la liquidazione secondo la normativa nazionale - rappresenta un precedente, soprattutto con riferimento alle dimensioni degli istituti in questione: gli attivi dei due istituti sommano a 60 miliardi di euro, un riferimento tutto sommato elevato che diversi istituti europei non raggiungono e che potrebbe quindi portare per analogia ad applicare soluzioni nazionali di gestione della crisi anche in futuro.

Come evidenziato da Andrea Enria (Presidente di *European Banking Authority*, EBA) durante l'audizione al Senato Italiano del 5 luglio 2017:

*"[...] la decisione del Comitato di Risoluzione Unico di considerare assente un interesse pubblico nel caso delle banche venete sembra segnalare condizioni molto restrittive per l'attivazione degli strumenti di risoluzione". [...] Anche se sarebbe sbagliato proiettare in maniera meccanicistica la decisione del SRB ad altri casi, questo precedente sembra indicare che un numero potenzialmente molto alto di banche europee potrebbero essere soggette a liquidazione ordinaria in caso di crisi. In questo caso, in linea con gli standard regolamentari dell'EBA, alle banche non sarebbe richiesto di rispettare un requisito aggiuntivo di passività in grado di assorbire le perdite (MREL) – sarebbe per loro sufficiente rispettare i requisiti patrimoniali minimi."*<sup>[15]</sup>

Lo stesso Enria ha sottolineato la criticità rappresentata dal fatto che a livello europeo viene valutato l'interesse pubblico in maniera differente rispetto a quanto avviene a livello locale.

## Il ricorso agli aiuti di Stato

Nonostante SRB abbia concluso che la risoluzione non era giustificata nell'interesse pubblico, la Commissione Europea ha tuttavia indicato che, in base alle norme correnti, era possibile ricorrere agli aiuti di Stato per mitigare il disagio economico a livello regionale.<sup>[16]</sup>

Quando la procedura prevede che parte delle attività vengano trasferite all'acquirente, il beneficiario dell'aiuto di Stato non è considerato la banca in fallimento, bensì le stesse attività che vengono trasferite e quindi, di conseguenza, l'acquirente. In particolare, la Commissione Europea valuta se le attività trasferite siano adeguatamente ristrutturate, perché l'elemento chiave rimane la redditività a lungo termine delle banche coinvolte.

Misure di sostegno da parte dello Stato all'acquirente possono essere concesse a patto che non vi sia alcun vantaggio per quest'ultimo, vale a dire che il prezzo

[15] Andrea Enria: ["Il 'pacchetto bancario' CRD 5/ CRR 2/ BRRD 2"](#), Audizione al Senato della Repubblica Italiana - Commissione Finanze e Tesoro, 5 luglio 2017

[16] L'indicazione della Commissione Europea trova riferimento nella ["Comunicazione della Commissione relativa all'applicazione, dal 1 agosto 2013, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria"](#) (UE 2013/C2016/01) 30 luglio 2013

[14] [Decreto legge 180/2015](#), art. 39, così come pubblicato nella Gazzetta Ufficiale

pagato sia in linea con quelli di mercato. Per determinare tale conformità, la Commissione Europea valuta se la procedura di gara è stata aperta, equa e trasparente, un fattore che è stato pubblicamente riconosciuto nel caso delle due banche venete: come sottolineato anche da Banca d'Italia, il processo ha coinvolto diverse parti interessate, tra le quali cinque primari gruppi bancari ed assicurativi, sia italiani che esteri.<sup>[17]</sup> A conclusione della *due diligence* erano pervenute due offerte di acquisto vincolanti; tra queste, quella di Intesa Sanpaolo risultò maggiormente idonea ad assicurare la continuità aziendale ed a minimizzare le componenti da lasciare in capo alle due banche in liquidazione.

[17] Commissione Europea: "Aiuti di Stato: via libera della Commissione agli aiuti per l'uscita dal mercato di Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca a norma del diritto fallimentare italiano, con cessione di alcune parti a Intesa Sanpaolo", 25 giugno 2017

Per quanto riguarda la ripartizione degli oneri, la Commissione richiede che azionisti e creditori subordinati contribuiscano in pieno ai costi di liquidazione: l'art. 44 della Comunicazione UE 2013/C2016/01 (si veda la nota 22) afferma esplicitamente:

*“Nei casi in cui la banca non soddisfa più i requisiti patrimoniali minimi obbligatori, il debito subordinato deve essere convertito o ridotto, in linea di principio prima della concessione degli aiuti di Stato. Gli aiuti di Stato non devono essere concessi prima che capitale proprio, capitale ibrido e debito subordinato siano stati impiegati appieno per compensare eventuali perdite.”*

Nel caso delle banche venete, la Commissione ha indicato che questa condizione è stata rispettata, e che l'uscita della banca dal mercato attenua le preoccupazioni in merito alle distorsioni della concorrenza.

## CONSIDERAZIONI SPECIFICHE IN MATERIA DI AIUTI ALLA LIQUIDAZIONE (Comunicazione UE 2013/C2016/01)

### 6.1. Principi generali

65. Gli Stati membri dovrebbero incoraggiare l'uscita dal mercato di operatori non efficienti, consentendo nel contempo che il processo di uscita abbia luogo in maniera ordinata in modo da tutelare la stabilità finanziaria. L'ipotesi della **liquidazione ordinata** di un ente creditizio in difficoltà dovrebbe sempre essere presa in considerazione qualora l'ente non possa ripristinare in modo credibile la redditività a lungo termine.

66. La Commissione riconosce che, a causa delle specificità degli enti creditizi e in assenza di meccanismi che consentano la risoluzione degli enti creditizi senza minacciare la stabilità finanziaria, potrebbe non essere possibile procedere alla liquidazione di un ente creditizio secondo le procedure di insolvenza ordinarie. Per questo motivo, le misure statali volte a sostenere la liquidazione di enti creditizi in dissesto possono essere considerate aiuti compatibili a condizione che siano rispettate le disposizioni di cui al punto 44.

67. L'obiettivo della liquidazione ordinata deve essere la cessazione delle attività in difficoltà dell'ente creditizio entro un periodo di tempo limitato. Questo significa che non può essere intrapresa alcuna nuova attività che implichi terze parti. Ciò non impedisce tuttavia l'esecuzione delle attività esistenti se così facendo si riducono i costi di liquidazione. La liquidazione deve inoltre essere finalizzata il più possibile alla vendita di rami dell'attività o di attivi mediante un processo concorrenziale. La procedura di liquidazione ordinata prevede che il ricavato dell'eventuale vendita di attivi contribuisca al pagamento dei costi di liquidazione.

68. Gli Stati membri possono scegliere una serie di strumenti per l'organizzazione della liquidazione di enti creditizi in difficoltà. Tutte le misure di aiuto di Stato a sostegno di tale liquidazione devono essere conformi ai principi illustrati ai punti da 69 a 82.

## 2.2 La crisi di Banca Monte dei Paschi di Siena

### Breve ricostruzione degli eventi che hanno portato alla ricapitalizzazione precauzionale di MPS

Banca Monte dei Paschi di Siena ha origini storiche, essendo stata fondata nel 1472 con il nome di “Monte Pio” fino a diventare primaria realtà nazionale nel corso del secolo scorso.

La storia dell’istituto senese ha intrapreso un percorso accidentato a partire dal 2007 quando acquisì Banca Antonveneta per una cifra considerata troppo elevata dal mercato; negli anni successivi, complici anche le condizioni macroeconomiche del Paese e le politiche di erogazione del credito dell’istituto, la situazione è deteriorata progressivamente richiedendo nel tempo sostegni sotto forma sia di capitali privati che pubblici. L’epilogo si è avuto nel 2017, quando è stata avviata la ricapitalizzazione precauzionale da parte dello Stato Italiano.

Nella tabella seguente è rappresentata l’evoluzione temporale di *asset*, redditività, coefficienti di capitale e *Non-Performing Loans (NPL)* dell’istituto; è evidente il deterioramento degli impieghi e le relative necessità di capitale che ne sono derivate.

Le prime perdite significative si sono materializzate nei bilanci del 2011 e 2012 e sono associate in gran misura all’acquisizione di Banca Antonveneta, che ha costretto MPS ad un *impairment* nei due esercizi di €5,5 miliardi. Le altre perdite sono riconducibili soprattutto ai derivati sottoscritti con Nomura (operazione *Alexandria*) e con Deutsche Bank (operazione *Santorini*), alle quali vengono attribuite perdite per €1,2 miliardi nel biennio.

A partire da Novembre 2014 Banca MPS, come le altre banche europee significative, è entrata sotto la supervisione diretta della Banca Centrale Europea (Organo di Vigilanza bancaria della UE); nel corso del *Comprehensive Assessment* effettuato lo stesso anno è emersa per MPS una carenza potenziale di capitale di oltre €2 miliardi in caso di stress.<sup>[18]</sup> A seguito dell’*Asset Quality Review*, parte dell’analisi effettuata dall’organo di vigilanza comunitario, MPS ha dovuto effettuare svalutazioni sui crediti erogati per un controvalore complessivo di €4,2miliardi. I risultati del 2014 evidenziano l’impatto di tali svalutazioni sul conto economico dell’istituto.

[18] Banca Centrale Europea: "[Aggregate report on Comprehensive Assessment](#)", ottobre 2014

Banca Monte dei Paschi di Siena	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
Attività totali (mEUR)	153.178	169.012	183.444	199.106	218.886	240.794	244.279	224.815	213.796
Utile netto (mEUR)	-3.231	390	-5.347	-1.439	-3.190	-4.698	987	225	931
Tier 1 Ratio %	8	13	9	11	10	10	8	8	5
Numero di dipendenti	24.560	25.731	26.548	28.013	30.382	31.550	31.880	32.475	33.973
Numero di filiali	2.032	2.133	2.344	2.793	2.671	2.793	3.069	n.a.	n.a.

Fonte: EOGV su base dati Orbis Bank

Dal 2008 al 2015 MPS ha dovuto ricorrere a quattro aumenti di capitale per un totale di €15 miliardi che hanno modificato sensibilmente la struttura dell'azionariato, con la marcata riduzione del ruolo della Fondazione Monte dei Paschi: da una quota di oltre 57% nel 2008, dopo le varie ricapitalizzazioni la Fondazione, di fatto, non aveva più una partecipazione nel capitale della banca.<sup>[19]</sup>

### 2009 – 2013, l'utilizzo di risorse pubbliche

Nel corso del 2009 MPS ha fatto ricorso all'emissione di "Tremonti Bond" per un controvalore di €1,9mld.

I Tremonti Bond, sottoscritti dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), erano delle obbligazioni perpetue emesse a condizioni prestabilite allo scopo di migliorare i *ratio* patrimoniali delle Banche emittenti che ne avessero fatto richiesta; un ulteriore obiettivo era di mantenere un adeguato livello di finanziamenti all'economia reale.<sup>[20]</sup> Nel 2013 MPS ha poi fatto ricorso di nuovo al finanziamento pubblico attraverso ulteriori obbligazioni ibride, i "Monti-bond", per un controvalore di €3,9 miliardi (dei quali €1,9 miliardi servirono per richiamare i "Tremonti-bond").

La ricapitalizzazione di MPS mediante questi strumenti ibridi di capitale è stata valutata dalla Commissione Europea come "necessaria per preservare la stabilità del sistema finanziario italiano e in linea con la comunicazione della Commissione sulle norme in materia di aiuti di Stato alle banche nel contesto della crisi finanziaria"; l'approvazione della ricapitalizzazione è stata tuttavia subordinata all'approvazione di un piano di ristrutturazione (successivamente approvato nel novembre 2013).<sup>[21]</sup>

Oltre ai €3,9 miliardi di aiuti di Stato, MPS ha beneficiato anche di una garanzia statale di fino a €13 mi-

liardi concessa sulle sue passività. La Commissione ha approvato le misure per motivi di stabilità finanziaria, "alla luce dell'impegno di MPS di reperire sul mercato capitali per almeno €2,5 miliardi di capitale e di rimborsare la totalità dei titoli sottoscritti dallo Stato entro cinque anni". Inoltre, "La Commissione ritiene che il piano di ristrutturazione di MPS garantisca la redditività a lungo termine della banca, preveda un contributo adeguato da parte di MPS ai costi della ristrutturazione e riduca le distorsioni della concorrenza derivanti dall'aiuto".<sup>[22]</sup>

### Dagli stress test del 2016 alla ricapitalizzazione precauzionale con risorse pubbliche

Nel corso del 2016 è stato effettuato dall'EBA un nuovo *stress test* che ha visto MPS nuovamente in difficoltà nell'ipotesi di scenario avverso. In particolare, MPS risultava essere la peggiore delle 51 banche europee analizzate con un CET1 negativo di 2,2% (corrispondente ad uno *shortfall* di capitale di €1,7 miliardi).<sup>[23]</sup> Circa la metà della complessiva riduzione di capitale registrata era da attribuire alla diminuzione del margine d'interesse; la restante parte era dovuta all'incremento delle deduzioni patrimoniali e delle perdite su crediti e svalutazioni sui titoli di Stato detenuti nel portafoglio di attività disponibili per la vendita ("available-for-sales", AFS).<sup>[24]</sup>

Su richiesta della BCE, Banca Monte dei Paschi ha annunciato il "Progetto Charles" che comprendeva

[22] La Commissione ha concluso che [la ristrutturazione è in linea con le norme UE relative alla ristrutturazione delle banche](#) introdotte a seguito della crisi. Tuttavia la Commissione non ha applicato l'ultima comunicazione sul settore bancario (cfr. IP/13/672 e MEMO/13/886) perché l'aiuto è stato notificato prima del 1° agosto 2013.

[23] Risultati degli [stress test EBA](#).

[24] Nello definizione dello scenario avverso si era ipotizzata una caduta del PIL reale italiano nel triennio 2016-18 di quasi 6% rispetto alle previsioni dello scenario di base. Nel 2018 il livello del prodotto interno sarebbe di circa 10% a quello osservato all'inizio della crisi finanziaria (2007), una perdita senza precedenti dall'ultimo conflitto mondiale. Lo scenario avverso ipotizzava inoltre un aumento nel triennio del rendimento dei titoli di Stato italiani a lungo termine di circa 100 punti base (1%), che avrebbe comportato una svalutazione di 12% del loro valore. Allo scenario macroeconomico avverso si aggiungono una serie di assunzioni metodologiche che possono avere effetti particolarmente negativi per le banche ancora in ristrutturazione o già caratterizzate da condizioni di debolezza. Fu inoltre introdotto uno shock idiosincratco, che ipotizzava l'immediato declassamento del rating della banca di due livelli con effetti irreversibili per tutto il triennio considerato. Per una banca già con basso rating iniziale come MPS (B-) questo declassamento determinava, a sua volta, un significativo aumento del costo della raccolta, fino a 220 punti base per l'emissione di titoli senior. Si veda la nota di Banca d'Italia: "[Risultati dello stress test europeo del 2016](#)", 29 luglio 2016

[19] Complessivamente, includendo €4 miliardi di obbligazioni ibride fornite dallo Stato (i "Monti-bonds", discussi in seguito), la ricapitalizzazione di MPS ha richiesto un totale di €19 miliardi per far fronte alle perdite sui crediti e sulle partecipazioni acquisite, in un contesto di congiuntura macroeconomica negativa. Gli aumenti di capitale sono stati i seguenti: €5 miliardi (maggio 2008); €2 miliardi (luglio 2011), €5 miliardi (giugno 2014), €3 miliardi (maggio 2015).

[20] Vedere ad esempio il [comunicato stampa](#) di Banca Monte dei Paschi.

[21] Comunicato stampa della Commissione Europea: "[Aiuti di Stato: la Commissione approva temporaneamente un aiuto al salvataggio per il Monte dei Paschi di Siena](#)", 17 dicembre 2012



un piano di cessione delle sofferenze, l'incremento dei tassi di copertura dei rimanenti crediti deteriorati (fino al 40%) ed il reperimento sul mercato di capitali privati per €5 miliardi.

Il finanziamento sul mercato è risultato da subito di difficile esecuzione perché mancava la volontà di soggetti privati di farsi carico del ripianamento delle perdite passate. Il 9 Dicembre 2016 la BCE ha rifiutato la richiesta di tempo per reperire fondi avanzata da MPS, per timori di un ulteriore deterioramento della posizione patrimoniale e soprattutto della liquidità della banca.<sup>[25]</sup>

Il 23 dicembre 2016 il Governo italiano ha emanato il D.Lgs. n. 237/2016 che, in materia di disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio, prevedeva misure volte a ripristinare la fiducia dei mercati nel sistema bancario:<sup>[26]</sup> la possibilità per lo Stato di concedere garanzie su passività bancarie di nuova emissione (o a integrazione di attività ai fini *Emergency Liquidity Assistance* - ELA - da parte della Banca Centrale Europea)<sup>[27]</sup> e di partecipare al capitale delle banche. Per far fronte alle necessità finanziarie derivanti dall'emanazione del decreto fu istituito un fondo di €20 miliardi.

Monte dei Paschi richiese di accedere sia alle forme straordinarie di supporto alla liquidità (per un importo di €15 miliardi) che all'intervento di rafforzamento patrimoniale (ricapitalizzazione precauzionale). Il piano di ristrutturazione che la banca presentò per poter accedere alla ricapitalizzazione precauzionale fu approvato il 26 Giugno 2017.<sup>[28]</sup>

**La Commissione Europea ha approvato definitivamente la misura di supporto pubblico il 4 luglio 2017, richiamando le due precondizioni alla base della concessione degli aiuti, che erano state soddisfatte:**

[25] Reuters: "[ECB rejects Monte Paschi's request for more time to raise cash](#)"

[26] [D.Lgs. 237/2016](#).

[27] Vedere Banca Centrale Europea: "[Procedure per l'erogazione di liquidità di emergenza](#)"

[28] Dalla relazione di Banca d'Italia al Senato del 22 novembre 2017: "Il Piano prevede il ritorno a un sostanziale pareggio di bilancio nel 2018 e il raggiungimento dell'utile a partire dal 2019, con un ROE di oltre il 10 per cento nel 2021. Forma parte integrante del piano di ristrutturazione la lista di impegni assunti dalla Repubblica Italiana per conto di MPS nei confronti della Commissione europea, con l'obiettivo di limitare al massimo le distorsioni concorrenziali potenzialmente derivanti dal supporto pubblico e di assicurare la realizzazione degli elementi portanti del Piano stesso, quali, ad es., la cessione del portafoglio di sofferenze."

1. **la BCE, nel suo ruolo di supervisore, ha confermato che MPS era solvete e soddisfaceva i requisiti di capitale,**
2. **l'Italia ha ottenuto l'impegno formale da parte di investitori privati per l'acquisto del portafoglio di *non-performing loan*.**<sup>[29]</sup>

Di seguito sono riportati i numeri dell'intervento:

Descrizione	Dati in miliardi di EUR	Note
Totale ricapitalizzazione precauzionale (Decreto Min. Economia 27 Luglio 2017)	8,35	Calcolati sulla base dello scenario avverso degli stress test
Contributo derivante dalla conversione in azioni delle obbligazioni subordinate	4,5	Ammontare totale delle obbligazioni subordinate
Intervento precauzionale dello Stato	3,85	
Ristoro per i clienti retail con intervento dello Stato	1,5	Ai clienti retail che abbiano acquistato obbligazioni subordinate (solo quelle che prevedevano l'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo) prima del 1 Gennaio 2016 (se ereditate vale la data di acquisto iniziale), lo Stato acconsentirà di scambiare le azioni
Intervento complessivo dello Stato	5,35	

L'importo derivante dalla conversione dei creditori subordinati è stato pari a €4,5 miliardi, mentre lo Stato ha partecipato con €3,85 miliardi derivanti da un aumento di capitale riservato. L'importo complessivo dell'intervento pubblico è stato di €5,35 miliardi (oltre ai €3,85 miliardi destinati all'aumento di capitale, €1,5 miliardi di ristoro degli investitori al dettaglio che detenevano le passività subordinate oggetto di conversione in azioni nell'ambito delle misure di *burden sharing* e che si ammetteva ufficialmente essere stati vittime di *mis-selling*).

Con riferimento alla cessione dei crediti deteriorati,

[29] Commissione Europea: "[Aiuti di Stato: la Commissione autorizza la ricapitalizzazione precauzionale del Monte dei Paschi di Siena](#)", luglio 2017

MPS ha ceduto €26,1 miliardi di *NPL*. Quaestio Capital SGR, per conto dell'*Italian Recovery Fund*, ha acquistato il 95% della cartolarizzazione *mezzanine e junior* in data 23 Dicembre 2017.<sup>[30]</sup> La *tranche senior* ha invece beneficiato della garanzia statale utilizzando lo schema già approvato preventivamente dalla Commissione Europea nel febbraio 2016 e denominato Garanzia Cartolarizzazione delle Sofferenze (GACS).<sup>[31]</sup>

Di seguito una tabella che evidenzia il percorso che dal 2007 ha portato alla crescita costante degli *NPL* di Monte dei Paschi di Siena:

DATI NPL MPS	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
NPL lordi	6.468	12.844	17.153	19.563	23.013	29.505	36.039	45.325	46.858	45.785
di cui sofferenze lorde	4.143	8.380	10.598	12.478	14.509	17.330	21.563	24.334	26.627	29.425
NPL netti	3.910	7.342	10.221	11.381	13.480	17.397	20.992	23.143	24.154	20.320
di cui sofferenze nette	2.004	3.624	4.660	5.494	6.451	7.301	8.881	8.446	9.733	10.365
Coverage ratio NPL	39,5%	42,8%	40,4%	41,8%	41,4%	41,0%	41,8%	48,9%	48,5%	55,6%
Coverage ratio sofferenze	51,6%	56,8%	56,0%	56,0%	55,5%	57,9%	58,8%	65,3%	63,4%	64,8%
Crediti verso clientela (lordi)	109.540	151.677	182.586	198.810	156.917	154.839	146.932	142.773	134.730	132.846
NPL ratio lordi	5,9%	8,5%	9,4%	9,8%	14,7%	19,1%	24,5%	31,7%	34,8%	34,5%
NPL ratio netti	3,7%	5,1%	7,3%	7,3%	9,2%	12,1%	16,0%	19,3%	21,7%	19,0%
Texas ratio (NPL netti / patrimonio netto tangibile)	50,7%	90,5%	96,8%	106,5%	157,7%	300,9%	382,7%	388,5%	251,9%	316,6%
DATI NPL SISTEMA BANCARIO ITALIANO (*)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
NPL ratio lordo	4,8%	5,7%	9,1%	9,9%	11,2%	13,5%	16,0%	17,7%	18,1%	17,3%
Coverage ratio NPL	39,5%	42,8%	40,4%	41,8%	41,4%	41,0%	41,8%	48,9%	48,5%	55,6%

(\*) Fonte dati Sistema Bancario italiano: *Relazioni annuali Banca d'Italia 2007 - 2016*

[30] Il valore di libro degli attivi oggetto della vendita era di €9,4 miliardi, trasferiti a Quaestio per un controvalore di €5,5 miliardi (o il 21% del valore lordo di tali attivi).

[31] Commissione Europea: "[Aiuti di Stato: la Commissione approva le misure di gestione delle attività deteriorate per le banche in Ungheria e Italia approvazione](#)", febbraio 2016

## 2.3 La crisi di Banco Popular Español

### Accadimenti recenti che hanno portato alla crisi di banco popular

Al termine del 2016 Banco Popular contava più di 1.600 filiali in Spagna, quasi 12.000 dipendenti e 4,6 milioni di clienti tra Europa, Asia, America ed Africa; con asset totali pari a €148 miliardi, era il sesto gruppo bancario per dimensioni in Spagna.

La posizione patrimoniale della banca era in costante pressione da mesi e proprio durante il 2016 la banca fu costretta a svalutare il portafoglio immobiliare per €3,5 miliardi ed a valutare misure straordinarie quali la sostituzione del *top management* e la raccolta di nuovi capitali sul mercato o, in alternativa, la cessione ad un altro istituto.

I risultati degli *stress test* effettuati da EBA nel corso del 2016 avevano evidenziato un calo significativo del CET1, previsto ad appena 7% nel 2018 nel caso dello scenario avverso.<sup>[32]</sup> Questi risultati fecero emergere la necessità di completare un aumento di capitale da €2,5 miliardi, in previsione di future svalutazioni degli attivi.<sup>[33]</sup>

Il 3 Aprile del 2017 il CEO Pedro Larena si dimise in seguito all'audit di PWC che aveva evidenziato irregolarità nel bilancio 2016, con svalutazioni che erano state sottostimate di almeno €600 milioni. Il calo di fiducia da parte degli investitori portò, nel corso della stessa giornata di borsa, a perdite superiori al 9%.<sup>[34]</sup>

Nel corso dell'assemblea generale degli azionisti del 10 Aprile il nuovo CEO ribadì la necessità di un aumento di capitale, oltre alla possibilità di cedere la banca ad un concorrente. Con riferimento a questa ultima ipotesi, nel corso del mese di maggio Banco Popular dichiarò di essere stata contattata da diversi

potenziali acquirenti<sup>[35]</sup>.

Mentre il processo di vendita sembrava avviato, un improvviso deterioramento della posizione di liquidità della banca forzò la BCE a dichiarare il 7 giugno 2017 che a breve Banco Popular non sarebbe stata più in grado di servire il proprio debito o altri obblighi finanziari in scadenza, dichiarando così l'istituto in dissesto o a rischio dissesto,<sup>[36]</sup> in linea con quanto previsto dall'art 32 della BRRD, e coinvolgendo ufficialmente il *Single Resolution Board* (SRB),<sup>[37]</sup> l'organo che nell'ambito della nascente Unione Bancaria Europea è deputato a decidere in ultima istanza se avviare o meno la Risoluzione.

Valutati i seguenti aspetti: a) la dichiarazione di dissesto o rischio di dissesto da parte di BCE, b) le possibili misure alternative alla risoluzione (ad esempio la vendita in tempi brevi ad altro istituto) e c) il pubblico interesse, SRB dichiarò che non vi erano altre soluzioni disponibili nel pubblico interesse che percorrere la strada della risoluzione.<sup>[38]</sup>

La decisione fu basata su uno studio indipendente, e non reso pubblico, effettuato da Deloitte,<sup>[39]</sup> che evidenziava una valutazione dell'istituto spagnolo pari a negativi €2 miliardi nello scenario base e negativi €8,2 miliardi nello scenario avverso.<sup>[40]</sup>

La risoluzione fu dichiarata necessaria e proporzionata al raggiungimento degli obiettivi di: a) assicurare la continuità dei servizi critici, e b) evitare effetti negativi e significativi sulla stabilità finanziaria prevenendo

[35] Reuters: "[Spanish banks show interest in merger with struggling Popular](#)", 16 maggio 2017.

[36] Banca Centrale Europea: "[ECB determined Banco Popular Español S.A. was failing or likely to fail](#)", 7 giugno 2017.

[37] [Nota non-confidenziale](#) di BCE a SRB.

[38] [Decisione](#) del Single Resolution Board, 7 giugno 2017.

[39] Reuters: "[Banco Popular investors denied access to resolution documents](#)", 20 ottobre 2017.

[40] [Memorandum](#) del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB).

[32] Risultati degli [stress test EBA del giugno 2016](#).

[33] [Comunicato stampa](#) di Banco Popular, 26 maggio 2016.

[34] [Comunicato stampa](#) Banco Popular, 3 aprile 2017.

un possibile contagio verso altre istituzioni finanziarie. La liquidazione, disciplinata dalla normativa locale spagnola, è stata invece valutata come non coerente con gli obiettivi soprariportati.

Gli strumenti di risoluzione adottati da SRB sono stati l'azzeramento del valore degli strumenti di capitale e la vendita ad altro istituto. In particolare, nel rispetto dell'articolo 21 del Regolamento UE n. 806/2014 (*Single Resolution Mechanism Regulation - l'SRMR*) è stato imposto:

1. di azzerare e cancellare le 4.196.858.092 azioni precedentemente quotate sulla borsa di Madrid (del valore di €0,5 per un totale di €2,1 miliardi)
2. di convertire sei obbligazioni *Tier 1* (per un totale di circa €1,3 miliardi) in azioni di nuova emissione denominate "*New Shares I*", a loro volta poi azzerate e cancellate
3. di convertire otto emissioni di obbligazioni subordinate *Tier 2* (per un totale di circa €700 milioni) in azioni di nuova emissione denominate "*New Shares II*"

Nel rispetto dell'articolo 24 di SRMR, il SRB decise di cedere tutte le "*New Shares II*" al gruppo Banco Santander, unico istituto ad aver sottoposto un'offerta valida di acquisto per Banco Popular, al prezzo simbolico di €1 EUR. Il prezzo fu dichiarato equo e proporzionato.

I provvedimenti previsti dallo schema di risoluzione furono istantaneamente implementati dal *Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria* (FROB) in qualità di autorità nazionale di risoluzione. Lo stesso 7 giugno Banco Popular diveniva parte del gruppo Banco San-

tander.

A commento degli interventi intrapresi, la Commissione Europea ha dichiarato:

- › La risoluzione attraverso la vendita ad altro istituto si è rivelata la migliore soluzione possibile per assicurare la continuità delle importanti funzioni svolte dalla banca e per evitare effetti negativi sulla stabilità del sistema finanziario
- › Le perdite sono state assorbite totalmente dagli azionisti e dai creditori subordinati
- › Nessun aiuto di stato è stato necessario, come non è stato necessario ricorrere al Fondo di Risoluzione Unico
- › La vendita ad altro istituto è classificabile come normale fusione tra istituti creditizi<sup>[41]</sup>

A seguito dell'acquisizione di Banco Popular, Banco Santander ha annunciato l'intenzione di compensare i clienti che avevano subito perdite dalla risoluzione fino ad un massimo di €1 miliardo<sup>[42]</sup> e ha deliberato un aumento di capitale di €7 miliardi per coprire ulteriori svalutazioni sul portafoglio crediti di Banco Popular che ammontavano a circa €7,9 miliardi. Nel mese di agosto, Banco Santander comunicò inoltre che era stata perfezionata la cessione del 51% di un importante blocco di crediti *non performing* (per ammontare lordo di €30 miliardi) a Blackstone, a valori sostanzialmente stabiliti dallo stesso Banco Santander (quindi senza effetti significativi sui bilanci).<sup>[43]</sup>

La tabella seguente riassume le fonti e gli usi dei capitali impiegati nella risoluzione:

Risorse disponibili	Uso delle risorse
Fondi interni: €8,1 miliardi (capitale e debito junior)	Accantonamenti: €7,9 miliardi
Fondi esterni: €7 miliardi (aumento di capitale)	Ricapitalizzazione: €7,2 miliardi

Fonte: Caixa Bank

[41] Commissione Europea: "[European Commission approves resolution of Banco Popular Español, S.A.](#)", 7 giugno 2017.

[42] [Comunicato stampa](#) di Banco Santander, 13 luglio 2017.

[43] [Comunicato stampa](#) di Banco Santander, 8 agosto 2017.

## 2.4 Il mercato delle obbligazioni delle banche oggetto di intervento da parte delle Autorità di Vigilanza

Questo paragrafo mira ad analizzare gli impatti che le azioni delle autorità di vigilanza hanno avuto sulle differenti categorie di obbligazioni (*senior*, subordinate *Tier 2* e subordinate *Tier 1 / additional Tier 1*) emesse - prima degli interventi - da Banco Popular Español, Banca Monte Paschi di Siena e dalle due banche venete.

Un riepilogo in forma tabellare.

	Banco Popular Español	Banche venete	Banca Monte dei Paschi	
	Bail-in	Si	No	No
Soluzioni previste da BRRD	Vendita di attività e passività	Si (vendita intera banca)	Si, ma non in toto (una parte è rimasta in liquidazione)	Si, ma solo come condizione per ricevere gli aiuti di stato
	Ente ponte	No	No	No
	Creazione di bad bank	No	Si	No
Ricapitalizzazione precauzionale	No	No	Si	
Liquidazione	No	Si	No	
Intervento statale	No	Si	Si	

Fonte: Elaborazione degli autori.

### Banco Popular Español - risoluzione

L'azione intrapresa dalle autorità di vigilanza per Banco Popular Español, nelle more del processo di risoluzione, è stata quella della "vendita dell'attività di impresa", cedute a Banco Santander per €1 euro, successivamente alla "svalutazione e conversione degli strumenti di capitale per un importo sufficiente a raggiungere gli obiettivi della risoluzione". Come discusso precedentemente, l'esperto indipendente nominato dal *Single Resolution Board* per valutare la solvibilità della banca aveva infatti stimato un valore economico negativo di €2 miliardi nello scenario base e di €8,2 miliardi nello scenario avverso.

Alla data di risoluzione, le passività subordinate erano le seguenti:

#### Additional Tier 1: nozionale €1.350 milioni

Issuer	ISIN	Ammontare in circolazione (€ milioni)	Numero di strumenti
Banco Popular Espanol, S.A.	XS0979444402	€499,985,000	5,000
Banco Popular Espanol, S.A.	XS1189104356	€749,988,000	3,750
Popular Capital, S.A.	DE0009190702	€64,695,000	64,695
Popular Capital, S.A.	DE000A0BDW10	€19,115,000	19,115
Popular Capital, S.A.	XS0288613119	€5,400,000	108
Pastor Participaciones Preferentes, S.A.U.	XS0225590362	€7,359,000	7,359

Fonte: FROB

**Tier 2: nozionale €684 milioni**

Emittente	ISIN	Ammontare in circolazione (€ milioni)	Numero di strumenti
Banco Popolar Espanol SA	ES0213790001	€ 100	1.994
Banco Popolar Espanol SA	ES0213790019	€ 200	200.000
Banco Popolar Espanol SA	ES0213790027	€ 250	250.000
BPE Financiaciones SA	XS0550098569	€ 92	1.834
		<b>€ 641</b>	

Fonte: FROB

Emittente	Identificato (titoli non quotati)	Ammontare in circolazione (€ milioni)	Numero di strumenti
Total Bankshares Corporation	Subordinated Debt Total Bank 1	€ 11	12.000
Total Bankshares Corporation	Subordinated Debt Total Bank 2	€ 11	12.
Total Bankshares Corporation	Subordinated Debt Total Bank 3	€ 11	12.000
Total Bankshares Corporation	Subordinated Debt Total Bank 4	€ 11	12.000
		<b>€ 44</b>	

Fonte: FROB

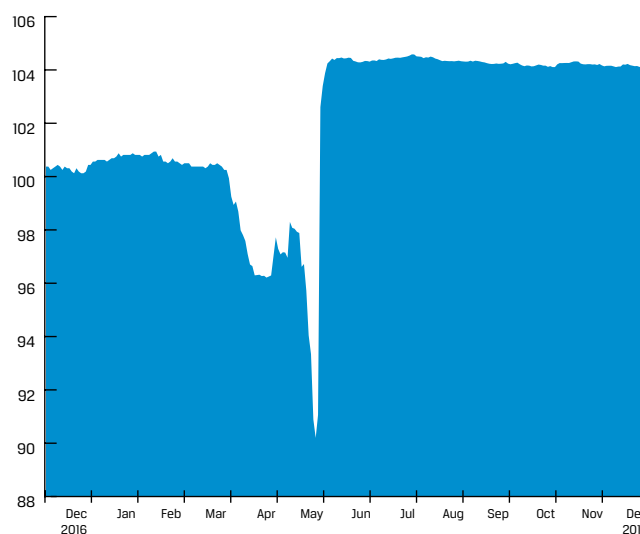
Sono state quindi effettuate le seguenti operazioni:

1. Riduzione a zero del capitale sociale;
2. Esecuzione di un aumento di capitale per EUR 1.346.542.000 (l'importo nominale degli *additional Tier 1*) convertendo gli *additional Tier 1* in azioni ordinarie;
3. Riduzione a zero delle nuove azioni ottenute a seguito della conversione degli *additional Tier 1*;
4. Esecuzione di un aumento di capitale per EUR 684.024.000 (l'importo nominale degli strumenti *Tier 2*) convertendo i *Tier 2* in azioni ordinarie;
5. Vendita ad 1 EUR di tutte le attività e le passività a Banco Santander, andando così di fatto ad azzerare anche le obbligazioni *Tier 2*.

Il risultato dei 5 punti sopra è stato pertanto l'azzeramento degli azionisti e dei detentori di strumenti obbligazionari di tipo *Additional Tier 1* e *Tier 2*, che hanno quindi subito la perdita totale dell'investimento.<sup>[44]</sup>

Gli obbligazionisti *senior* invece, essendo la banca stata acquistata da Banco Santander, hanno visto i prezzi delle loro obbligazioni crescere in maniera importante rispetto alle ultime quotazioni precedenti la risoluzione, con i loro rendimenti che si sono andati ad allineare a quelli offerti dalle obbligazioni *senior* emesse da Banco Santander, come si può vedere dai due grafici sottostanti.

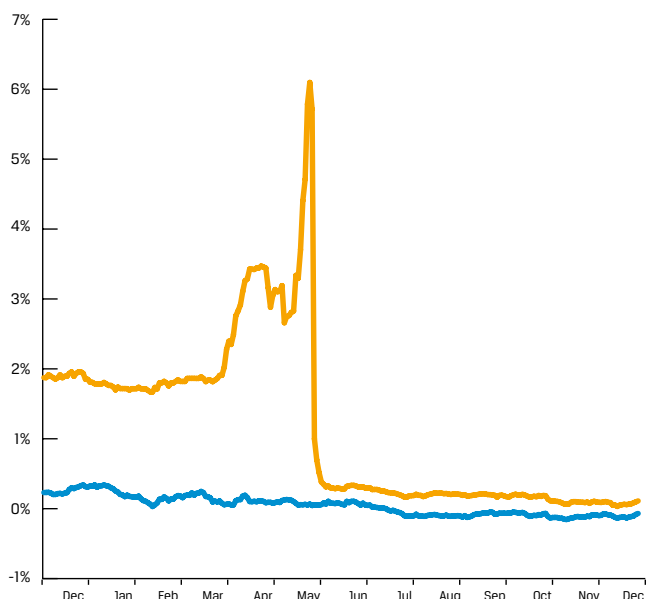
**Grafico 1: Andamento del prezzo dell'obbligazione senior con codice ISIN XS1169791529 emessa da Banco Popolar Español con cedola 2% e scadenza 3 febbraio 2020. Si vede chiaramente l'incremento di prezzo avvenuto a seguito del processo di risoluzione**



Fonte: Bloomberg (grafico aggiornato al 20 dicembre 2017).

[44] Il principio del "no creditor worse off" prevede che nessun azionista o creditore della banca debba subire perdite maggiori di quelle che subirebbe con la sua liquidazione. Pertanto, solo se sarà dimostrato da perizie indipendenti che gli azionisti ed i creditori azzerati hanno subito perdite maggiori di quelle che avrebbero subito da una liquidazione ordinaria, sarà loro concessa una compensazione per la differenza tra "perdite che avrebbero subito a seguito di una procedura di liquidazione" e zero.

**Grafico 2: Rendimento dell'obbligazione senior Banco Popular Español cedola 2% e scadenza 03 febbraio 2020 in linea gialla e rendimento dell'obbligazione senior Santander International cedola 4% e scadenza 24 gennaio 2020 (codice ISIN XS0877984459) in linea blu.**



Fonte: Bloomberg (grafico aggiornato al 20 dicembre 2017).

### Banca Monte dei Paschi di Siena - ricapitalizzazione precauzionale

L'azione intrapresa dalle autorità di vigilanza nel caso di Banca Monte dei Paschi di Siena, come descritto nei paragrafi precedenti, è stata quella della ricapitalizzazione precauzionale da parte dello stato Italiano (che oggi controlla circa il 68% delle azioni della banca) successivamente al *burden sharing* (ripartizione degli oneri) che ha coinvolto, oltre agli azionisti che sono stati diluiti dall'ingresso nel capitale dello Stato, anche le obbligazioni subordinate di tipo *Additional Tier 1* e *Tier 2* per un importo complessivo di circa €4,5 miliardi. In tale contesto, le obbligazioni subordinate sono state convertite in azioni, mentre le obbligazioni *senior* non sono state intaccate.

Lo stato italiano ha inoltre deciso che gli investitori *retail* che detenevano il prestito obbligazionario subordinato denominato "EUR 2.160.558.000 tasso variabile subordinato upper Tier II 2008-2018 (codice ISIN IT0004352586)", collocato al pubblico al dettaglio per finanziare l'acquisizione di Banca Antonveneta, pote-

vano beneficiare, sotto determinate condizioni,<sup>[45]</sup> del meccanismo di ristoro a carico dello Stato che prevedeva lo scambio tra le azioni delle quali gli ex-obbligazionisti subordinati erano divenuti titolari con obbligazioni *senior* della banca di nuova emissione.

La conversione degli strumenti di capitale in azioni ai fini della ripartizione degli oneri (*burden sharing*), ha previsto i seguenti passaggi:

1. determinazione del valore economico degli strumenti di capitale da convertire;
2. determinazione del valore delle azioni necessario per calcolare il prezzo di conversione degli strumenti patrimoniali e quello di sottoscrizione da parte dello Stato Italiano, entrambi secondo la metodologia stabilita dal Decreto 237/2016;

Il valore economico degli strumenti di capitale da convertire è stato calcolato come segue:

Emittente	ISIN	Tasso di conversione
Bank of New York Mellon Luxembourg (Fresh MPS Capital Trust II)	XS0180906439	18%
Antonveneta Capital Trust I	XS0122238115	75%
MPS Capital Trust I	XS0121342827	75%
Antonveneta Capital Trust II	XS0131739236	75%
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.	IT0004352586	100%
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.	XS0236480322	100%
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.	XS0238916620	100%
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.	XS0391999801	100%
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.	XS0415922730	100%
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.	XS0503326083	100%
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.	XS0540544912	100%

I valori di cui sopra tengono conto del diverso col-

[45] Non hanno potuto beneficiarne coloro i quali al momento dell'acquisto erano clienti professionali oppure controparti qualificate e/o hanno acquistato i titoli da controparti qualificate/clienti professionali diversi dall'emittente o società del suo gruppo, oppure coloro che li hanno acquistati dopo il 31 dicembre 2015

locamento nella scala gerarchica dei creditori e del loro valore di mercato. Il titolo XS0180906439 è stato valutato al 18% date le sue specifiche caratteristiche contrattuali, come ad esempio un tasso di interesse di molto inferiore a quello degli altri strumenti.

Il valore delle azioni su cui calibrare l'intervento era stato stimato dall'esperto indipendente PricewaterhouseCoopers Advisory (PwC), nominato da MPS, e asseverato dalla società Mazars Italia SpA su incarico della Banca d'Italia. PwC ha stimato il valore economico unitario delle azioni in €17,3 In base alla metodologia prevista dall'allegato al Decreto; il prezzo delle azioni da attribuire in conversione degli strumenti patrimoniali *additional Tier 1* e *Tier 2* ai fini della ripartizione degli oneri è risultato pari al 50% di tale valore economico unitario, quindi €8,65 euro. Il prezzo delle azioni di nuova emissione sottoscritte dal governo è risultato pari a €6,49 euro per azione per l'applicazione di uno sconto del 25% al prezzo delle azioni attribuite in conversione ai fini della ripartizione degli oneri.

Esempi:

1. L'investitore che possedeva EUR 100.000 nominali del titolo XS0122238115 ha ricevuto 8.671 azioni Banca Monte dei Paschi di Siena ( $100.000 \cdot 75\% / 8,65$ ).
2. L'investitore che possedeva EUR 100.000 nominali del titolo XS0236480322 ha ricevuto 11.561 azioni Banca Monte dei Paschi di Siena ( $100.000 \cdot 100\% / 8,65$ ).
3. L'investitore che possedeva EUR 100.000 nominali del titolo IT0004352586, era un investitore retail ed aveva acquistato il titolo da Monte Paschi prima del 31/12/2015, ha ricevuto, qualora abbia aderito all'offerta di scambio, un identico valore nominale del titolo "BANCA MONTE DEI PASCHI *senior* scadenza 15/05/2018 cedola 0,657%, codice ISIN IT0005284929), che alla data di scrittura di questo documento tratta a circa il 100% del valore nominale.

Il prezzo che le azioni Monte dei Paschi di Siena dovranno raggiungere affinché gli investitori recuperino il 100% del valore nominale, varia a seconda dello strumento finanziario originale come mostrato dalla tabella seguente.

ISIN	Valore azione per recuperare 100% del valore nominale
XS0180906439	48,06 EUR
XS0122238115	11,53 EUR
XS0121342827	11,53 EUR
XS0131739236	11,53 EUR
XS0236480322	8,65 EUR
XS0238916620	8,65 EUR
XS0391999801	8,65 EUR
XS0415922730	8,65 EUR
XS0503326083	8,65 EUR
XS0540544912	8,65 EUR

Fonte: calcoli degli autori

## Banche Venete - procedura di insolvenza

L'azione intrapresa dalle autorità di vigilanza sulle due banche venete (Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca) come spiegato ampiamente nei paragrafi precedenti, è stata quella di "procedura ordinaria di insolvenza prevista dalla disciplina nazionale, ossia la liquidazione coatta amministrativa". Infatti, sebbene il *Single Resolution Board* avesse valutato che le due banche fossero "*failing or likely to fail*" non le ha considerate di interesse sistemico e pertanto non ha optato per porle in "risoluzione".

Nelle more della procedura di liquidazione coatta amministrativa, è stata trasferita ad Intesa Sanpaolo larga parte degli attivi e dei passivi (ad eccezione dei crediti deteriorati: sofferenze, inadempienze probabili ed esposizioni scadute, poste sulle quali è stato applicato il *burden sharing* come previsto dalle norme Europee-, delle azioni di responsabilità nei confronti degli ex esponenti aziendali delle due banche venete, delle azioni, degli strumenti di capitale, delle passività subordinate, oltre che alle partecipazioni in BIM e Farbanca).

Lo Stato Italiano ha contribuito all'operazione sia per cassa sia sotto forma di concessione di garanzie ad Intesa San Paolo. A seguito di tali interventi, lo Stato Italiano avrà priorità rispetto ai vecchi azionisti e creditori subordinati.



Di seguito una tabella che riepiloga dove sono confluite le diverse tipologie di passività delle due banche venete:

<b>Vecchie azioni</b>	Entità in liquidazione
<b>Vecchie obbligazioni subordinate</b>	Entità in liquidazione
<b>Vecchie obbligazioni senior</b>	Intesa San Paolo
<b>Depositi</b>	Intesa San Paolo

**Il meccanismo di ristoro per gli obbligazionisti subordinati.** È previsto un meccanismo di ristoro per i piccoli investitori (persone fisiche, imprenditori individuali, imprenditori agricoli e coltivatori diretti) che hanno sottoscritto o acquistato obbligazioni subordinate direttamente dalle due banche in liquidazione prima del 12 giugno 2014 (data di pubblicazione della direttiva BRRD) e ne hanno conservato la titolarità fino all'avvio della liquidazione. Il meccanismo, a carico del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositanti, è analogo a quello applicato nel caso delle quattro banche poste in risoluzione nel novembre 2015

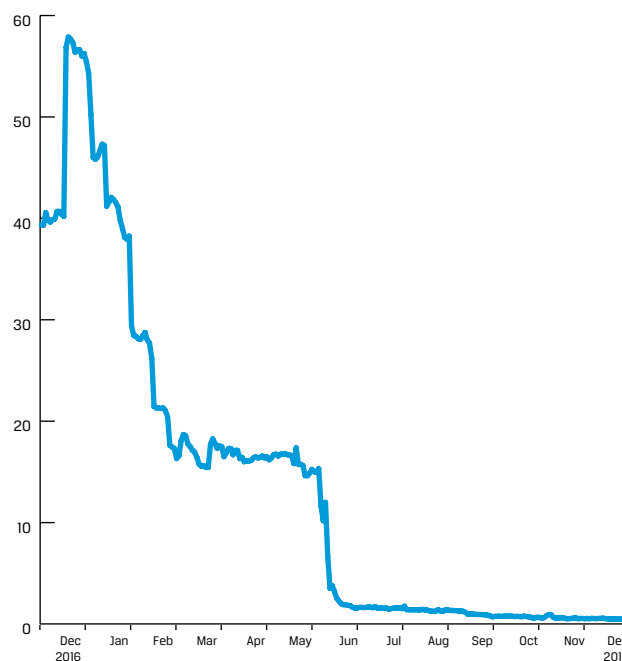
Gli obbligazionisti subordinati al dettaglio possono alternativamente accedere a:

- › una procedura arbitrale per accertare la violazione, da parte della banca emittente, degli obblighi di commercializzazione (informazione, diligenza, correttezza e trasparenza) previsti dalla legge. Se viene verificata la violazione, l'investitore potrà recuperare tutto il proprio investimento al netto di oneri, spese e differenziali di rendimento;
- › un meccanismo di indennizzo forfettario attraverso il quale viene corrisposto circa l'80% del corrispettivo pagato per l'acquisto delle obbligazioni. L'indennizzo forfettario è riservato agli investitori che nel 2014 avevano un patrimonio mobiliare inferiore a 100.000 euro o hanno dichiarato un reddito imponibile inferiore a 35.000 euro. L'istanza di erogazione dell'indennizzo forfettario doveva essere presentata entro il 30 settembre 2017. Intesa ha inoltre manifestato la disponibilità a farsi carico del rimborso del restante 20%.

## Come si sono comportate le obbligazioni senior e subordinate

Gli **obbligazionisti subordinati**, considerando che lo Stato Italiano avrà priorità rispetto a loro, difficilmente potranno sperare di avere un tasso di recupero elevato, come anche dimostrato dai prezzi attuali delle obbligazioni.

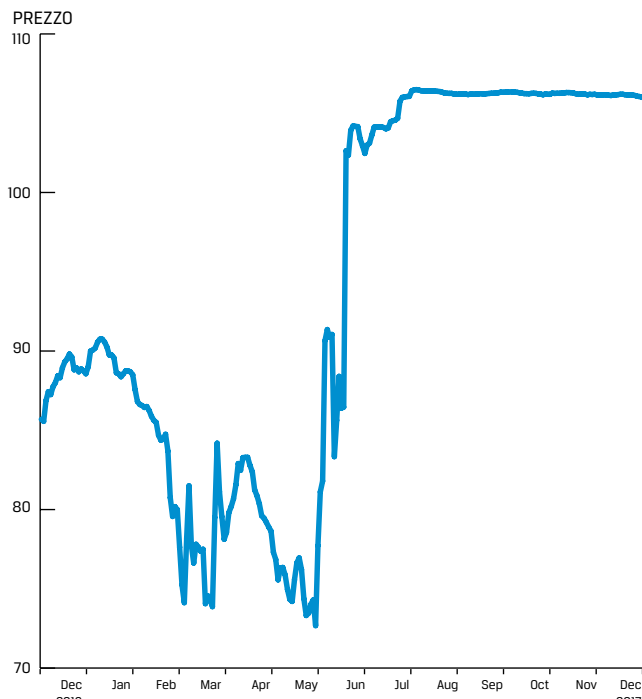
**Grafico 3: Andamento del prezzo dell'obbligazione subordinata Tier 2 con codice ISIN XS1327514045 emessa da Veneto Banca con cedola 9,5% e scadenza 01 dicembre 2025. I prezzi sono praticamente a zero.**



Fonte: Bloomberg (grafico aggiornato al 20 dicembre 2017).

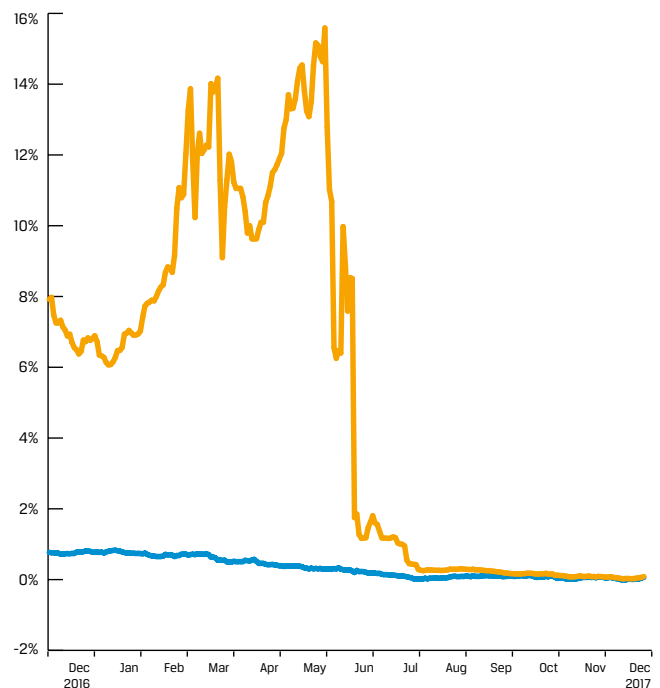
Gli **obbligazionisti senior** invece, essendo i loro crediti stati assorbiti da Intesa San Paolo, hanno visto i prezzi delle loro obbligazioni crescere in maniera importante, con i rendimenti che si sono andati praticamente ad allineare a quelli offerti dalle obbligazioni *senior* emesse da Intesa San Paolo, come si può vedere dai due grafici sottostanti.

**Grafico 4:** Andamento del prezzo dell'obbligazione senior con codice ISIN XS1205644047 emessa da Banca Popolare di Vicenza con cedola 2,75% e scadenza 20 marzo 2020. Si vede chiaramente l'incremento di prezzo avvenuto a seguito del processo di assorbimento da parte di Intesa San Paolo.



Fonte: Bloomberg (grafico aggiornato al 20 dicembre 2017).

**Grafico 5:** Rendimento dell'obbligazione senior con codice ISIN XS1205644047 emessa da Banca Popolare di Vicenza con cedola 2,75% e scadenza 20 marzo 2020 in linea gialla e rendimento dell'obbligazione senior con codice ISIN XS0500187843 emessa da Intesa San Paolo con cedola 4,125% e scadenza 14 aprile 2020 in linea blu.



Fonte: Bloomberg (grafico aggiornato al 20 dicembre 2017)

## 2.5 Conclusioni e riflessioni

Quanto emerge dalle azioni intraprese per gestire le crisi bancarie in Europa ci porta ad osservare che, con modalità diverse e con tempi diversi a seconda dei casi, nel complesso l'applicazione della BRRD ha portato alla risoluzione dei problemi con un approccio molto analitico e mirato alle specificità dei singoli enti, prevenendo le situazioni di panico. L'andamento dei prezzi di mercato delle obbligazioni delle banche coinvolte conferma questa conclusione, con impatti negativi che selettivamente hanno colpito i titoli maggiormente rischiosi.

Nel caso di Banca MPS e delle due banche venete, la soluzione individuata per la gestione della crisi ha comportato il ricorso ad aiuti di stato, nello spirito e nel rispetto delle norme europee che hanno come obiettivo generale il perseguimento della stabilità del sistema finanziario ed economico...

*“[...] Sia nella sua risposta alla crisi finanziaria che nelle comunicazioni legate alla crisi, l'obiettivo generale della Commissione è stata la stabilità finanziaria, in modo da garantire al tempo stesso che aiuti di Stato e distorsioni della concorrenza tra banche e in tutti gli Stati membri siano ridotti al minimo. La stabilità finanziaria implica la necessità di prevenire i gravi effetti di ricaduta negativi per il resto del sistema bancario che potrebbero derivare dal dissesto di un ente creditizio, nonché la necessità di garantire che il sistema bancario nel suo complesso continui a fornire un'adeguata erogazione di prestiti all'economia reale.”<sup>[46]</sup>*

... ottenibile grazie anche agli aiuti di stato

*“[...] Tale obiettivo generale si riflette non solo nella possibilità, per le banche in difficoltà, di avere accesso agli aiuti di Stato quando necessario per la stabilità finanziaria, ma anche nel modo in cui vengono valutati i piani di ristrutturazione.”*

[46] ["Communication from the Commission on the application, from 1 August 2013, of State aid rules to support measures in favour of banks in the context of the financial crisis \('Banking Communication'\)"](#)

MPS ha beneficiato dell'intervento dello stato sotto forma di ricapitalizzazione precauzionale, mentre nel caso delle banche venete si è concretizzato in una iniezione di liquidità e nella concessione di garanzie ad Intesa Sanpaolo che ha acquisito le attività delle due banche in difficoltà. Dal punto di vista tecnico la ricapitalizzazione precauzionale non è stata una scelta perseguibile per le due banche venete in quanto è stato valutato che erano in stato di dissesto o probabile dissesto (“*failing or likely to fail*”) aprendo quindi la strada alla procedura di risoluzione o, in alternativa e come è avvenuto, alla liquidazione.

Nel merito delle soluzioni adottate è possibile evidenziare che in alcuni ambiti la normativa prevede significativi margini di discrezionalità nelle valutazioni dello stato di crisi di un istituto, e dei possibili impatti della stessa sul sistema, e ciò inevitabilmente influisce sul ventaglio delle possibili soluzioni da intraprendere. **La mancanza di criteri oggettivi e misurabili per definire il “pubblico interesse” nell'avvio della procedura di risoluzione, e non invece della liquidazione, può generare incertezza nell'applicazione del concetto di seniority e di pari passu e portare a soluzioni non prevedibili a priori dai partecipanti al mercato.** Ancora oggi gli operatori approcciano con incertezza investimenti in banche con dimensioni simili a quelle dei due istituti veneti.

Le due banche venete erano classificate come banche europee significative e, in quanto tali, vigilate direttamente dalla BCE; nonostante ciò, l'avvio della risoluzione è stato valutato non nell'interesse pubblico ed è stata avviata la procedura di liquidazione secondo la normativa nazionale. Osservatori europei ed italiani hanno rilevato che l'applicazione delle regole nazionali nel caso specifico costituisce un precedente che in futuro può aprire spiragli per l'aggiramento delle regole europee.

Nel caso delle banche venete è emerso un elemento di criticità comune ad altre società con un accesso ridotto al mercato dei capitali: la **presenza diffusa**

**di investitori *retail* nella struttura del passivo, non solo attraverso obbligazioni *senior* ma anche azioni ed obbligazioni subordinate. Il fenomeno può rappresentare un freno alla piena applicazione delle norme europee** in quanto l'investitore *retail*, solitamente in possesso di conoscenze e competenze in materia finanziaria inferiori rispetto ai professionisti della gestione di capitali (es. controparti qualificate), potrebbe non valutare in maniera corretta il rischio implicito in questi strumenti e non applicare i criteri di diversificazione necessari a mitigare il rischio specifico dei singoli emittenti all'interno del proprio portafoglio. A ciò si deve aggiungere la presenza di asimmetrie informative fra l'investitore e chi colloca i prodotti, rendendo complesso il quadro anche da un punto di vista formale, oltre che sostanziale. Se il perimetro del requisito MREL fosse chiaramente definito e limitato agli strumenti non distribuiti alla clientela *retail* (oltre che alle azioni) vi potrebbero essere minori resistenze all'applicazione delle procedure di *bail-in* e quindi della BRRD come originariamente elaborata e recepita dai singoli paesi.

Un ulteriore elemento di riflessione, che ci porta al tema dell'Unione Bancaria della quale SRM costituisce un pilastro, è quello della concentrazione territoriale degli istituti in difficoltà. La media delle sofferenze NPL è più alta in alcuni paesi (l'Italia fra questi), ed all'interno di un paese l'incidenza del fenomeno è diversa a seconda delle aree. Nel caso di istituti con attivi di bilancio troppo concentrati geograficamente in singole regioni, gli investitori sono esposti al rischio specifico delle attività di quel territorio (es: particolari settori dell'economia, aspetti socio-demografici, ecc.). Istituti con attivi più diversificati geograficamente offrono l'opportunità di limitare il rischio di concentrazione, oltre a poter gestire eventuali problematiche specifiche compensandole internamente. La transizione da realtà bancarie locali a gruppi nazionali e multinazionali potrebbe consentire il miglioramento di aspetti legati all'attività degli istituti stessi (aumentare l'accesso al mercato dei capitali, elevare le professionalità del management, migliorare gli standard di governance) e di procedere nel lungo e complesso percorso che ha come meta finale la creazione di una vera Unione Bancaria, che è alla base del completamento di una definitiva Unione Economica e Monetaria.

# Capitolo 3

---

**3.1**    **Introduzione**

---

**3.2**    **La struttura delle fonti di finanziamento delle banche italiane ed europee**

---

**3.3**    **I nuovi strumenti di debito non-preferred senior: caratteristiche principali e collocamento nella scala gerarchica dei creditori**

---

**3.4**    **Il mercato delle obbligazioni non-preferred senior**

---

**3.5**    **La valutazione creditizia dei titoli non-preferred senior**

---

**3.6**    **Le agenzie di rating: dalla metodologia alla riflessione**

---

## 3.1 Introduzione

Il 25 ottobre 2017 il Parlamento Europeo, il Consiglio e la Commissione hanno trovato un accordo su alcune proposte di modifica della direttiva BRRD presentate dalla Commissione Europea il 23 novembre 2016.<sup>[47]</sup> Tale accordo include la creazione di una nuova categoria di debito (“*non-preferred senior*”), che si inserisce a livello gerarchico ad un gradino inferiore rispetto al debito *senior* tradizionale.<sup>[48]</sup> La proposta è stata introdotta principalmente per eliminare le distorsioni causate dai diversi approcci legislativi nazionali utilizzati nel recepimento della direttiva BRRD, andando così ad armonizzare la materia.<sup>[49]</sup>

[47] ["Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio"](#), 23 novembre 2016

[48] Commissione Europea: ["Banking Reform: EU reaches agreement on first key measures"](#), 25 ottobre 2017. In particolare: "The agreement on the BRRD creates a new category of unsecured debt in bank creditors' insolvency ranking. It establishes an EU harmonised approach on the priority ranking of bank bond holders in insolvency and in resolution"

[49] Paesi come Francia e Spagna, avevano già introdotto da tempo nelle loro legislazioni nazionali la possibilità per le banche di emettere tale nuova tipologia di debito, mentre l'Italia lo ha fatto con la "legge finanziaria 2018" (decreto legge 205/2017).

Il capitolo si svilupperà come segue: dopo l'analisi di come sono mutate le fonti di finanziamento degli intermediari bancari Italiani ed Europei negli ultimi anni, introdurremo le specificità dei nuovi strumenti di debito *non-preferred senior* analizzando come si vanno a collocare nella scala gerarchica dei creditori, per passare poi ad analizzare come il mercato di questa nuova tipologia di strumenti finanziari si sta sviluppando. Infine, concluderemo con una discussione del punto di vista delle agenzie di *rating*: dopo che tra il 2015 ed il 2016 tutte le agenzie hanno provveduto a rettificare ed integrare la propria metodologia sull'assegnazione dei *rating* bancari (al fine di incorporare le modifiche di natura normativa) nel corso dell'ultimo anno l'attenzione delle agenzie si è invece concentrata sui casi concreti di intervento.

## Capitolo 3

### 3.2 La struttura di finanziamento delle banche italiane ed europee

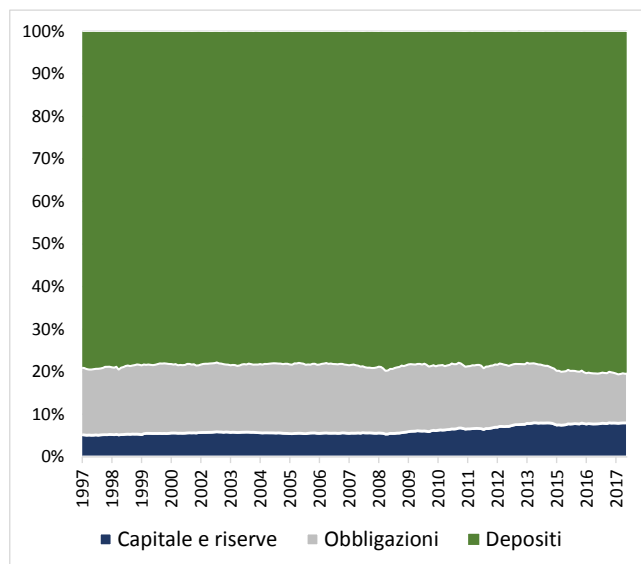
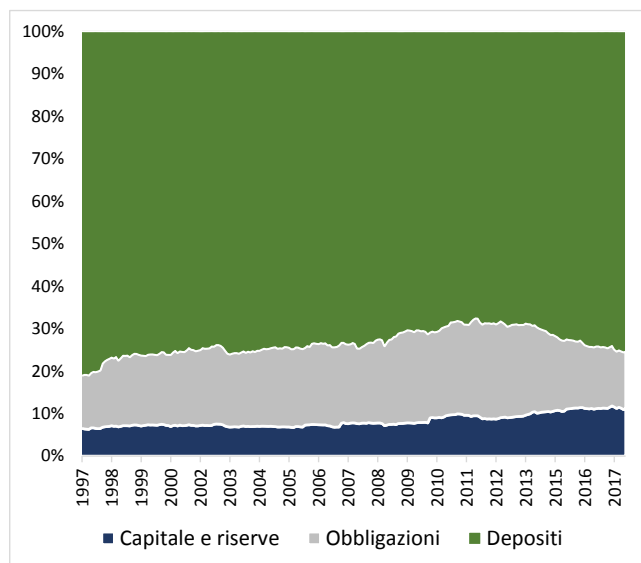
Le fonti di finanziamento delle banche Italiane sono cambiate nel corso degli ultimi anni.<sup>[50]</sup> Nello specifico, è diminuita la raccolta effettuata per il tramite di obbligazioni, soprattutto quelle collocate direttamente al segmento *retail* della clientela. Tale diminuzione si può spiegare come concausa di diversi fattori, tra i quali citiamo:

1. Il trend positivo di depositi e liquidità a “tassi zero” sul mercato monetario, che ha fornito alternative di *funding* a costi tendenzialmente minori;
2. L'aumento della tassazione sulle rendite finanziarie, portata dal 12,5% al 20% a partire dal 1 Gennaio 2012, e poi ulteriormente inasprita al 26% dal 1 Luglio 2014 (data dalla quale si può osservare un'ulteriore accelerazione del trend di riduzione), che ha reso meno interessanti per gli investitori i rendimenti offerti dalle obbligazioni bancarie rispetto a quelli sui titoli di Stato, sui quali il prelievo è rimasto al 12,5% (questo fattore ha inciso soprattutto sul mercato Italiano);
3. L'aumentata percezione del rischio per gli investitori nel sottoscrivere obbligazioni bancarie – specialmente quelle subordinate – a seguito dell'introduzione delle nuove normative sulla gestione delle crisi bancarie.

[50] Per una discussione approfondita si veda: AIAF, CFA Society Italy: ["BRRD e bail-in: Implicazioni per l'analisi del settore finanziario e la tutela dell'investitore"](#), 2017

I grafici seguenti mostrano l'evoluzione del passivo delle banche in Italia e nell'area euro negli ultimi anni.

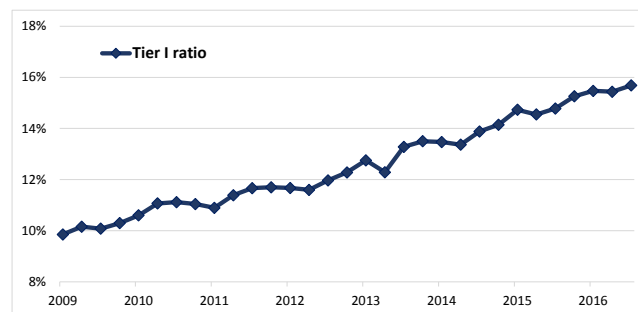
**Grafico 6: Evoluzione del passivo delle banche Italiane (sx) ed europee (dx)**



Fonte: Elaborazione degli autori su dati della Banca Centrale Europea. L'intervallo di analisi va da settembre 1997 ad agosto 2017.

Si nota chiaramente in entrambi i casi come nel corso degli anni sia aumentata la quota delle passività composta da capitale proprio e riserve, mentre sia diminuita la componente obbligazionaria. Tale mutamento va sicuramente ricercato nell'aumento dei requisiti patrimoniali richiesti dalle autorità di vigilanza: il grafico seguente conferma il significativo miglioramento dei coefficienti di solidità patrimoniale delle banche nell'area euro.

**Grafico 7: Misura di solidità patrimoniale delle banche europee**



Fonte: Elaborazione degli autori su dati del risk dashboard della European Banking Authority (il dato riporta la media pesata). L'intervallo di analisi va da dicembre 2009 a giugno 2017.

### 3.3 I nuovi strumenti di debito non-senior: caratteristiche principali e collocamento nella scala gerarchica dei creditori

Le principali caratteristiche degli strumenti di debito *non-preferred senior*:

- › I titoli devono avere all'emissione una scadenza superiore ad un anno;
- › Non devono contemplare componenti derivative;
- › I documenti legali delle emissioni devono specificare che tali titoli sono subordinati rispetto agli strumenti di debito *senior* ordinari;
- › La *seniority* dei titoli di debito *senior preferred* rispetto agli strumenti di debito *senior non-preferred* si applica solamente per quei titoli emessi dopo la data di entrata in vigore della nuova direttiva per quelle giurisdizioni che non avevano già inserito nel proprio ordinamento la possibilità di emettere *non-preferred senior*.

Per quanto riguarda l'Italia, valgono anche le seguenti limitazioni:

1. il taglio minimo acquistabile da ciascun investitore deve essere non inferiore a €250.000;
2. il collocamento può essere rivolto solamente ad investitori qualificati.

Il recepimento della direttiva BRRD nelle diverse legislazioni nazionali ha portato ciascun Stato Membro ad adottare schemi differenti per quanto riguarda la gerarchia dei diversi strumenti finanziari.<sup>[51]</sup> Di seguito sono dettagliati gli schemi vigenti al 15 gennaio 2018 previsti nelle legislazioni di Italia, Francia, Germania e Spagna: in seguito saranno stilati gli schemi che entreranno in vigore se sarà ratificata la proposta di modifica della Direttiva BRRD che prevede i nuovi strumenti *non-preferred senior* a livello Europeo.

Gerarchia attuale dei creditori (livelli inferiori di priorità indicano minore seniority)

Livello di priorità	ITALIA	FRANCIA	GERMANIA	SPAGNA
1	Common Equity Tier 1	Common Equity Tier 1	Common Equity Tier 1	Common Equity Tier 1
2	Additional Tier1	Additional Tier1	Additional Tier1	Additional Tier1
3	Tier 2	Tier 2	Tier 2	Tier 2
4	Obbligazioni non-preferred senior	Obbligazioni non-preferred senior	Altre passività subordinate se presenti	Obbligazioni non-preferred senior
5	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Debiti senior preferred</li> <li>• Depositi delle grandi imprese (sopra €100.000)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Debiti senior preferred</li> <li>• Depositi delle grandi imprese (sopra €100.00)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Debiti senior preferred</li> <li>• Prodotti strutturati a capitale protetto legati solamente all'andamento dei tassi di interesse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Debiti senior preferred</li> <li>• Depositi delle grandi imprese (sopra €100.000)</li> </ul>
6	Depositi di persone fisiche, microimprese, piccole medie imprese sopra €100.000	Depositi di persone fisiche, microimprese, piccole medie imprese sopra €100.000	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tutti i depositi sopra €100.000, ad esclusione di quelli specificati al punto 7</li> <li>• Prodotti strutturati non a capitale protetto e/o con ammontare del pagamento degli interessi legato all'andamento di variabili finanziarie diverse dai tassi di interesse</li> </ul>	Depositi di persone fisiche, microimprese, piccole medie imprese sopra €100.000
7			Depositi di persone fisiche, microimprese, piccole medie imprese sopra €100.000	

[51] Lo strumento della "direttiva" lascia infatti margini discrezionali ai legislatori nazionali nella fase di recepimento.



**Gerarchia dei creditori a partire dal 2019 senza l'introduzione di non-preferred senior (livelli inferiori di priorità indicano minore seniority)** <sup>[52]</sup>

Livello di priorità	ITALIA	FRANCIA	GERMANIA	SPAGNA
1	Common Equity Tier 1	Common Equity Tier 1	Common Equity Tier 1	Common Equity Tier 1
2	Additional Tier1	Additional Tier1	Additional Tier1	Additional Tier1
3	Tier 2	Tier 2	Tier 2	Tier 2
4	Obbligazioni non-preferred senior	Obbligazioni non-preferred senior	Altre passività subordinate se presenti	Obbligazioni non-preferred senior
5	Debiti senior preferred	<ul style="list-style-type: none"> <li>Debiti senior preferred</li> <li>Depositi delle grandi imprese (sopra €100.00)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Debiti senior preferred</li> <li>Prodotti strutturati a capitale protetto legati solamente all'andamento dei tassi di interesse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Debiti senior preferred</li> <li>Depositi delle grandi imprese (sopra €100.000)</li> </ul>
6	Tutti i depositi sopra i 100.000 EUR, ad esclusione di quelli specificati al punto 7 (la c.d. depositor preference estesa)	Depositi di persone fisiche, microimprese, piccole medie imprese sopra €100.000	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tutti i depositi sopra €100.000, ad esclusione di quelli specificati al punto 7</li> <li>Prodotti strutturati non a capitale protetto e/o con ammontare del pagamento degli interessi legato all'andamento di variabili finanziarie diverse dai tassi di interesse</li> </ul>	Depositi di persone fisiche, microimprese, piccole medie imprese sopra €100.000
7	Depositi di persone fisiche, microimprese, piccole medie imprese sopra €100.000		Depositi di persone fisiche, microimprese, piccole medie imprese sopra €100.000	

**Gerarchia dei creditori a partire dal 2019 con l'introduzione di non-preferred senior (livelli inferiori di priorità indicano minore seniority)**

Livello di priorità	ITALIA	FRANCIA	GERMANIA	SPAGNA
1	Common Equity Tier 1	Common Equity Tier 1	Common Equity Tier 1	Common Equity Tier 1
2	Additional Tier1	Additional Tier1	Additional Tier1	Additional Tier1
3	Tier 2	Tier 2	Tier 2	Tier 2
4	Obbligazioni non-preferred senior	Obbligazioni non-preferred senior	Obbligazioni non-preferred senior	Obbligazioni non-preferred senior
5	Debiti senior preferred	<ul style="list-style-type: none"> <li>Debiti senior preferred</li> <li>Depositi delle grandi imprese (sopra €100.00)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Debiti senior preferred</li> <li>Prodotti strutturati a capitale protetto legati solamente all'andamento dei tassi di interesse</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Debiti senior preferred</li> <li>Depositi delle grandi imprese (sopra €100.000)</li> </ul>
6	Tutti i depositi sopra i 100.000 EUR, ad esclusione di quelli specificati al punto 7 (la c.d. depositor preference estesa)	Depositi di persone fisiche, microimprese, piccole medie imprese sopra €100.000	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tutti i depositi sopra €100.000, ad esclusione di quelli specificati al punto 7</li> <li>Prodotti strutturati non a capitale protetto e/o con ammontare del pagamento degli interessi legato all'andamento di variabili finanziarie diverse dai tassi di interesse</li> </ul>	Depositi di persone fisiche, microimprese, piccole medie imprese sopra €100.000
7	Depositi di persone fisiche, microimprese, piccole medie imprese sopra €100.000		Depositi di persone fisiche, microimprese, piccole medie imprese sopra €100.000	

[52] L'Italia ha deciso di istituire la c.d. depositor preference estesa, principio secondo il quale tutte le tipologie di deposito sono senior rispetto ai creditori chirografari, dal 1 gennaio 2019.

## 3.4 Il mercato delle obbligazioni non-preferred senior

L'asset class "non-preferred senior" è decisamente nuova e nella fase iniziale di sviluppo, ma probabilmente acquisirà sempre maggiore importanza in futuro, principalmente perché sarà utilizzata dalle banche per rispettare i requisiti stabiliti da TLAC e MREL e perché, collocandosi tra le obbligazioni subordinate di livello 2 e le obbligazioni *senior* classiche, ha costi inferiori rispetto a quelli delle obbligazioni subordinate. Alcune banche francesi e spagnole hanno cominciato ad emettere questa tipologia di obbligazioni già dal 2016, in quanto previste dalle rispettive legislazioni nazionali: le analisi seguenti fanno riferimento prevalentemente a questi mercati.<sup>[53]</sup>

La tabella seguente mostra come il mercato dei *non-preferred senior* sia ancora in una fase iniziale.

	Numero titoli	Ammontare in circolazione (€ milioni)	Quota di mercato
EUR	52	€32.769	47,8%
USD	33	€29.626	43,3%
JPY	12	€3.602	5,3%
AUD	6	€1.117	1,6%
CHF	5	€890	1,3%
SEK	3	€184	0,3%
NOK	2	€130	0,2%
SGD	1	€160	0,2%
<b>TOTALI</b>	<b>114</b>	<b>€68.485</b>	<b>100%</b>

Fonte: elaborazione degli autori su dati Bloomberg.<sup>[54]</sup>

Come termine di paragone, l'indice Bloomberg Barclays Euro Aggregate Banking Senior, al 15/01/2018 aveva un valore di mercato di circa €555 miliardi; pertanto, il mercato dei *non-preferred senior* ne rappresenta appena il 12%.

Seppure un mercato ancora dimensionalmente ridotto, l'attività di emissione da parte di alcune banche durante l'anno 2017 e l'inizio del 2018 ci aiuta a capire la sempre maggiore importanza che questi nuovi strumenti assumeranno per il *funding* delle banche europee. Per alcune banche (possiamo citare BNP Paribas, Banque Populaire and Caisse d'Épargne – BPCE, Société Générale e Santander), la percentuale di emissioni *non-preferred senior* sul totale dei titoli *senior* è infatti già superiore a 80% ed addirittura del 100% in alcuni casi.<sup>[55]</sup>

Oltre a poter essere inclusi nel calcolo dei requisiti MREL/TLAC, i *non-preferred senior* hanno altre caratteristiche che li fanno risultare estremamente interessanti. In primo luogo, si tratta sempre di obbligazioni *senior*, e pertanto la loro subordinazione rispetto ai *preferred senior* si manifesterebbe solamente in una vera e propria fase di risoluzione, mentre ad esempio non sarebbero convertiti o ridotti come invece succederebbe alle obbligazioni subordinate qualora venisse raggiunto il *Point of Non-Viability (PONV)*.<sup>[56]</sup> Tale elemento fa ritenere che la probabilità di *default* dei titoli *non-preferred senior* sia identica a quella dei *preferred senior*, in quanto entrambi gli strumenti entrano in *default* solamente in caso di risoluzione (chiarmente, rimane maggiore la *Loss Given Default* per i titoli *non-preferred*). Come osservato nei casi recenti di situazioni di dissesto, procedere con una risoluzione vera e propria è molto difficile (si vedano i casi delle due banche venete e quello di Banco Popular Espanol discussi nel capitolo 2).

[53] Titoli non-preferred senior sono stati emessi anche da banche belghe, ma con volumi molto ridotti.

[54] La ricerca è stata effettuata in data 15 gennaio 2018 utilizzando i seguenti parametri: "Use of proceeds: bail-in; amount outstanding">=50 milioni EUR; ISSUE date >1/1/2016; country of risk: Belgio, Francia, Italia e Spagna"

[55] Calcoli degli autori su dati Bloomberg.

[56] Il Point of Non-Viability è lo stadio nel quale la banca è ritenuta insolvente (conclamata oppure prevedibile). Il superamento del PONV dà al regolatore la possibilità di convertire/ridurre le obbligazioni subordinate che contengono le relative clausole.

### Valutazione delle obbligazioni non-preferred senior ed implicazioni per il prezzo di altre classi di strumenti obbligazionari

La tabella sottostante riporta alcuni esempi di titoli *non-preferred senior* comparati con *preferred senior* e subordinati *Tier 2* del medesimo emittente:

Emittente	Ranking	Cedola e scadenza	Valuta	Rating (Moody's / S&P / Fitch)	Yield to worst	Spread vs. Z corrente
BNP Paribas	Senior preferred	1,625% feb. 2026	EUR	Aa3 / A / A+	1,03%	0,24%
BNP Paribas	Non-preferred senior	1,5% nov. 2025	EUR	Baa1 / A- / A+	1,45%	0,70%
BNP Paribas	Tier 2	2,375% feb. 2025	EUR	Baa2 / BBB+ / A	1,57%	0,96%
Société Générale	Senior preferred	4,25% lug. 2022	EUR	A2 / A / A+	0,38%	0,12%
Société Générale	Non-preferred senior	1% apr. 2022	EUR	Baa3 / BBB+ / A	0,73%	0,49%
Société Générale	Tier 2	2,625% feb. 2025	EUR	Baa3 / ND / A-	1,75%	1,11%
Unicredit	Senior preferred	2% mar. 2023	EUR	Baa1 / BBB / BBB	0,92%	0,53%
Unicredit	Non-preferred senior	1% Gen. 2023	EUR	Baa3 / BBB- / BBB	1,22%	0,85%
Unicredit	Tier 2	6,95% ott. 2022	EUR	Ba1 / BB+ / BBB-	1,83%	1,52%

Fonte: elaborazione degli autori su dati Bloomberg al 15 marzo 2018.

Da questa tabella emerge che è difficile, viste anche le limitate serie storiche e lo scarso numero di emissioni presenti sul mercato di *non-preferred senior*, trovare un modello preciso per determinare il differenziale di rendimento/*spread* corretto, in quanto le variabili in gioco sono numerose.

Si possono tuttavia esprimere i seguenti enunciati che dovrebbero guidare il mercato obbligazionario nei prossimi anni:

- › La probabilità di *default* dei titoli *preferred senior* e di quelli *non-preferred senior* è la medesima, mentre è maggiore la *loss given default* dei titoli *non-preferred senior* in quanto vengono intaccati prima nella fase di risoluzione. Uno *spread* dei *non-preferred senior* in aumento rispetto a quello dei *preferred senior* può significare un aumento della *loss given default* scontata dal mercato oppure un incremento della probabilità che da una situazione di *PONV* si passi ad una di risoluzione;
- › La *loss given default* di tutti gli strumenti obbligazionari diminuisce all'aumentare dell'importo emesso delle classi di obbligazioni con gerarchia superiore (ad esempio, all'aumentare dei volumi di emissione degli strumenti *non-preferred senior*, diminuirà la *loss given default* degli stessi e di tutti gli strumenti che si collocano sotto ad essi nella scala gerarchica). In tal senso, **riteniamo importante sottolineare che l'aumento dei volumi di emissioni di *non-preferred senior*, abbasserà la *loss given default* dei titoli *preferred senior*, i cui differenziali di rendimento rispetto alle categorie meno rischiose di obbligazioni (ad esempio i *covered bonds*), si andranno probabilmente a comprimere;**
- › Le banche, ove possibile, cercheranno di emettere titoli *non-preferred senior* rispetto a subordinati *Tier 2*, in quanto meno costosi ma comunque eleggibili per il calcolo di *TLAC/MREL*.

## 3.5 La valutazione creditizia dei titoli non-preferred senior e junior senior

Il rating che viene attribuito dalle diverse agenzie ai non-preferred senior (NPS) risulta legato allo schema principale di assegnazione dei rating bancari redatto dalle stesse agenzie in concomitanza con l'entrata in vigore della Direttiva europea su BRRD e con il successivo recepimento nelle singole giurisdizioni nazionali delle linee guida indicate dalla direttiva.

In un articolo del 2016 sulla creazione dei *non-preferred senior* per le banche francesi, Moody's osservava come questi strumenti, che possono essere aggrediti prima degli altri titoli di debito *senior* in fase di risoluzione, vadano a creare una segmentazione all'interno della macro-categoria del debito *senior*. L'agenzia indica tale tipologia di debito come *junior-senior*.<sup>[57]</sup> Nella fase iniziale i *non-preferred senior* sono destinati a costituire, nella maggior parte dei casi, una porzione limitata della struttura del passivo di ciascuna banca: ciò significa che la riduzione delle perdite attese sul debito *senior* legate alla presenza di nuovo debito gerarchicamente subordinato sarà soltanto graduale. A tendere, al contrario, l'aumento dei volumi assoluti e relativi di obbligazioni *junior-senior* potrebbe invece modificare la rischiosità intrinseca del debito *senior*.

**L'approccio analitico di Moody's è incentrato sul concetto di perdita attesa ("expected loss")**, che dipende a sua volta, oltre che dalle assunzioni sulle probabilità di default ("*Baseline Credit Assessment*", BCA), anche dalla dimensione delle perdite nel caso la banca fosse soggetta ad una risoluzione ("*Loss Given Failure*", LGF). Più in dettaglio, BCA analizza il contesto finanziario ed operativo di ogni singola banca al fine di valutarne il rischio di fallimento e esprime, in sostanza, la solidità finanziaria intrinseca ("*stand-alone probability of failure*"). L'analisi di LGF si concentra invece sulla perdita dei diversi strumenti di debito e dipende dalla struttura del passivo di ciascuna banca. Per ogni classe di strumenti diviene cruciale per l'investitore comprendere l'ammontare di debito emesso

per quella tipologia specifica nonché l'ammontare di debito subordinato.

In sostanza nella valutazione creditizia delle obbligazioni *non-preferred senior* Moody's considera tre elementi chiave:

1. La solidità finanziaria intrinseca della banca (BCA), che è una funzione del contesto operativo ed economico in cui l'emittente opera, del profilo finanziario e di fattori qualitativi quali la diversificazione del business e la sua *governance*;
2. L'analisi LGF che esprime le stime di perdita attesa, formulate da Moody's, in caso di fallimento di una banca soggetta ad un regime di risoluzione;
3. L'assunzione di una bassa/nulla probabilità di supporto governativo per questa tipologia di strumenti.

**In prima battuta, finché i volumi di emissioni di non-preferred senior resteranno limitati, l'indicazione di Moody's è di assegnare a tali obbligazioni un rating inferiore di un gradino (notch) rispetto al rating BCA.**

La tabella sottostante riporta un esempio concreto di assegnazione dei *rating* sulle diverse tipologie di debito della banca francese BNP Paribas: il debito *junior senior* si colloca un gradino al di sotto dei titoli di debito *senior* ed uno al di sopra del debito subordinato. Da segnalare come la revisione creditizia della banca francese decisa da Moody's il 27 settembre 2017 di alzare di un *notch* sia il debito *senior unsecured* (da A1 ad Aa3) che quello *junior senior* (da Baa2 a Baa1) sia da attribuire proprio alla decisione del *management* di inserire all'interno del proprio programma di *funding* a medio e lungo termine un target esplicito (€10 miliardi) di titoli *junior-senior*. Attraverso tali emissioni l'istituto intende infatti dotarsi del necessario cuscinetto di strumenti che possano assorbire eventuali perdite future: tali emissioni ridurranno l'eventuale dimensione delle perdite ("*loss severity*") sia per i detentori di debi-

[57] Moody's: "New senior debt instrument in France will modify hierarchy of claims in resolution", 12 dicembre 2016

to *senior* che per i possessori di strumenti *junior senior*, secondo l'analisi LGF elaborata dall'agenzia stessa.

In questo senso il *rating* di Moody's è un concetto di tipo dinamico legato alle scelte effettuate nel tempo da ciascun istituto in termini di mix delle fonti di finanziamento.

#### Moody's: i rating assegnati a BNP Paribas

	Attuale	Notching up/down vs. ABCA	Pre-revisione sett. 2017	Notching up/down vs. ABCA
Baseline Credit Assessment (BCA)	Baa1		Baa1	
Adjusted BCA (ABCA)	Baa1	0	Baa1	0
Debito senior unsecured	Aa3	2	A1	1
Debito junior senior unsecured	Baa1	0	Baa2	-1
Debito subordinato	Baa2	-1	Baa2	-1

Fonte: Moody's, dati aggiornati al 10 dicembre 2017. ABCA = Adjusted Baseline Credit Assessment (opinione sul merito creditizio che riflette anche il potenziale supporto derivante da eventuali "affiliate"; il termine affiliate può ad esempio riferirsi alla capogruppo).

Secondo S&P i detentori di obbligazioni *non-preferred senior* fronteggiano invece un rischio di *default* maggiore rispetto a chi detiene obbligazioni *senior* o altre passività *senior* che si trovano al medesimo livello ("pari passu"). Nello schema metodologico proposto dall'agenzia, il *rating* tra *senior* e *junior senior* è quindi differente ed **alle obbligazioni non-preferred senior è di norma assegnato un rating inferiore di un notch rispetto alla valutazione "Stand Alone Credit Profile" (SACP)**. Il concetto di SACP è sostanzialmente sovrapponibile al *Baseline Credit Assessment* di Moody's dal momento che cattura il *rating* autonomo della banca quale emerge dalla valutazione congiunta dei fattori di natura macroeconomica e degli elementi specifici della banca. Diversamente da Moody's, S&P non tiene in considerazione l'ammontare di *non-preferred senior* che ogni banca emette (o intende emettere, come nel caso precedente di BNP Paribas), ma solo l'ammontare complessivo di debito subordinato. Data una certa struttura del passivo, un eventuale incremento dei volumi di emissioni di titoli *non-preferred* andrebbe quindi a migliorare il *rating* delle obbligazioni *senior*, senza tuttavia modificare quello dei *non-preferred senior*.

#### Standard and Poor's: i rating assegnati a BNP Paribas

Stand Alone Credit Profile (SACP)	A
Supporto ALAC (Additional Loss Absorbing Capacity)	0
Rating creditizio dell'emittente	A
Debito senior unsecured	A
Debito junior senior unsecured	A-
Debito subordinato	BBB+

Fonte: Standard & Poor's.

Fitch, infine, considera sia le obbligazioni *senior* che i *non-preferred senior* come titoli *senior* a tutti gli effetti ed assegna alle due tipologie di debito il medesimo *rating*, ignorando il legame di subordinazione che esisterebbe in caso di risoluzione. L'approccio può essere considerato concettualmente corretto per le probabilità di *default*, ma non tiene in considerazione le perdite attese in caso di *default* di una banca.

Più in dettaglio, nell'analizzare il profilo di *rating* di BNP Paribas, Fitch dichiara esplicitamente che la probabilità di *default* delle due classi di strumenti è la medesima e che secondo il proprio schema metodologico l'agenzia richiede un elevato livello di requisiti per modificare al rialzo o al ribasso rispetto all'*Issuer Default Rating* (IDR) il debito *senior* di una banca, in particolare nei casi in cui la banca stessa presenti già *rating* elevati. Alla base di tali considerazioni vi è il fatto che al momento del fallimento la struttura di una banca è probabile che divenga molto diversa e che nel caso di un istituto avente importanza sistemica il *default* è improbabile si traduca in una liquidazione. In più, Fitch ritiene che il rischio di *default* tra *bond senior* e *non-preferred senior* sarà inizialmente molto limitato fino a che ciascuna banca non avrà costituito un ampio cuscinetto di titoli *non-preferred senior* e *junior*. Nel corso del tempo l'esistenza di un *buffer* significativo potrà invece tradursi in un adeguato livello di protezione tale da determinare un miglioramento del *rating* sia delle obbligazioni *senior* che dei titoli *non-preferred senior* un gradino al di sopra di IDR.

#### Fitch: i rating assegnati a BNP Paribas

Issuer Default Rating (IDR)	A+
Debito senior unsecured	A+
Debito junior senior unsecured	A+
Debito subordinato	A

Fonte: Fitch.

## 3.6 Le agenzie di rating: dalla metodologia alle riflessioni

Come già osservato, storicamente i *rating* assegnati alle banche dalle agenzie sono stati “sostenuti” dall’asunzione di un implicito supporto governativo: secondo le stime fornite da Moody’s, all’inizio del 2015 oltre il 40% dei *rating* bancari incorporava uno o più *notch* collegati all’ipotesi di un sostegno esterno.

Tra il 2015 ed il 2016, a fronte dei radicali cambiamenti intervenuti nella regolamentazione del settore finanziario, tra i quali in particolare la BRRD (con le eventuali variazioni collegate al recepimento nelle singole giurisdizioni nazionali), tutte le agenzie hanno provveduto a rivedere lo schema metodologico per l’assegnazione dei *rating* bancari.

Nel corso del 2017 l’attenzione delle agenzie si è invece concentrata sui casi concreti di intervento. A questo proposito, nel 2017 Moody’s ha pubblicato molti articoli e studi per analizzare e valutare le implicazioni dei diversi approcci che sono stati seguiti nel caso di intervento su alcune banche europee che versavano in quella che possiamo genericamente definire come situazione di difficoltà finanziaria.

### Riportiamo brevemente le riflessioni a nostro avviso più significative emerse nei diversi articoli pubblicati da Moody’s

Il 6 giugno 2017 il *Single Resolution Board* (SRB), insieme all’autorità nazionale di risoluzione spagnola (*Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria* - FROB) hanno avviato la risoluzione di **Banco Popular Español**: nell’operazione sono stati coinvolti i bond Tier 1 e Tier 2, mentre il gruppo è stato ceduto a Banco Santander alla somma simbolica di €1.<sup>[58]</sup> L’approccio delle autorità europee è risultato pienamente allineato alle procedure ed allo spirito previsto dalla BRRD: il coinvolgimento dei creditori *junior*, unito all’intervento di un soggetto privato, ha consentito di salvaguardare i creditori *senior* ed i depositanti senza pesare sulle ri-

sorse pubbliche (come accade invece nelle situazione di *bail-out*). La gerarchia formale delle procedure di insolvenza è stata quindi rispettata.

Il caso di Banco Popular ha rappresentato un primo test concreto dell’utilità ed efficacia degli strumenti previsti dal nuovo assetto normativo, nonché dell’iter decisionale, in verità piuttosto complesso, previsto dal *Single Resolution Mechanism* (SRM). Nel caso dell’istituto spagnolo la risoluzione è avvenuta molto in fretta e senza ritardi o criticità particolari: una delle specificità del caso Banco Popular è che l’intervento delle autorità è stato molto più precoce e tempestivo rispetto ad altre situazioni. Secondo Moody’s il caso di Banco Popular ha fornito di fatto indicazioni positive sull’efficacia e sull’applicabilità futura del regime previsto dalla BRRD.<sup>[59]</sup>

Le banche europee nel loro complesso ancora mancano di un sufficiente volume di passività dedicate ad assorbire le perdite e a facilitare la risoluzione senza produrre impatti sulle attività e sui depositi che la struttura della BRRD intende di fatto preservare in caso di difficoltà di una banca.

In questo senso se la risoluzione del Banco Popular ha rappresentato, da un lato, una sorta di caso pilota positivo, dall’altro resta sempre aperto il tema della struttura delle passività delle singole banche. Secondo quanto previsto dalle norme relative al TLAC per le banche aventi rilevanza sistemica globale e al MREL per gli istituti dell’Unione Europea, le banche debbono prevedere una quantità sufficiente di strumenti prontamente e potenzialmente azzerabili o convertibili in azioni in caso di risoluzione, in modo da garantire la capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione in caso di insolvenza, senza interrompere lo svolgimento di funzioni essenziali, evitando l’utilizzo di risorse pubbliche per il salvataggio e minimizzando le difficoltà legali. Fino a che tali target di MREL non

[58] Per i dettagli si veda la discussione nel capitolo 2.

[59] Moody’s: ["Banco Popular resolution boosts credibility of EU's Bank Recovery and Resolution Directive"](#), 12 giugno 2017

verranno raggiunti non è assolutamente automatico che la risoluzione possa efficacemente funzionare.

Sempre Moody's osserva che la strada seguita dalle autorità europee nel caso di Banco Popular contrasta con l'approccio adottato in altre situazioni in cui le banche in difficoltà sono state sostenute iniettando liquidità in modo da comprare tempo per giungere a successivamente a soluzioni di lungo termine. I casi più significativi di mancata applicazione del protocollo europeo, quale previsto dalla BRRD, sono arrivati dalla liquidazione delle due banche regionali italiane (Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca, entrambe prive di un *rating* ufficiale) e dal caso di Banca di Monte dei Paschi di Siena.<sup>[60]</sup>

Il 23 giugno 2017 dopo che la BCE ha accertato lo stato di dissesto delle due banche venete il Comitato di Risoluzione Unico (SRB) ha stabilito che non erano presenti i requisiti necessari per avviare una risoluzione secondo le linee guida previste dalla BRRD dal momento che non sussisteva l'interesse pubblico poiché le banche non potevano essere considerate sistemiche per l'eurozona.

Senza entrare qui nei dettagli operativi di quanto accaduto, sia nel caso di Banca Popolare di Vicenza che di Veneto Banca è stata di fatto adottata una soluzione ibrida dal momento che alla liquidazione coatta amministrativa, secondo le procedure previste in Italia dal Testo Unico Bancario, sono stati affiancati considerevoli aiuti di stato. Ancora diverso il caso di banca di Monte dei Paschi di Siena in cui si è invece preceduto ad una ricapitalizzazione precauzionale.<sup>[61]</sup>

Nei tre casi italiani i creditori *junior* hanno subito delle perdite, mentre i creditori *senior* sono stati salvaguardati in pieno. L'opinione di Moody's è che tali precedenti possano essere, nel breve termine, positivi per i detentori di obbligazioni *senior* delle altre banche europee: appare infatti chiaro che quando le preoccupazioni ed i timori di natura politica divengono più importanti di un'applicazione rigorosa della BRRD il supporto dello stato torna a giocare un ruolo importante. D'altro lato, tuttavia, questa situazione mina dalle fondamenta la credibilità dei regimi di risoluzione recentemente introdotti.

L'agenzia di *rating* osserva inoltre che l'intervento dello stato può essere interpretato come sintomatico dell'esistenza di un periodo (informale) di transizione tra l'introduzione rigorosa della BRRD e lo sviluppo da parte delle banche di un sufficiente cuscinetto di attività aventi capacità di assorbimento delle perdite, nella forma di strumenti di debito subordinati classici o di *senior non-preferred debt*.

D'altra parte è anche vero che la BRRD ha istituito un iter complesso da applicare in caso di necessità ad ogni istituzione finanziaria senza l'intervento dei contribuenti, prevedendo in ultima istanza, qualora le azioni preventive per gestire tempestivamente la crisi si rivelassero insufficienti, il coinvolgimento degli azionisti e dei creditori per l'assorbimento delle perdite nel rispetto del grado di "*seniority*". In sostanza l'obiettivo della Direttiva è quello di fornire le linee guida per affrontare nella maniera più efficace (minimizzando anche l'azzardo morale) eventuali situazioni future di difficoltà finanziaria e non per risolvere problemi creati *ex ante* (*legacy issues*).

[60] Moody's: "[Key differences between EU's treatment of Banco Popular and other ailing banks](#)", 21 giugno 2017

[61] Per i dettagli dei tre casi si veda il capitolo 2.

### **Matteo Lombardo, CFA**

Dal 2009 in K Capital Group, una società di consulenza e ricerca finanziaria indipendente, prima di rientrare in Italia ha maturato un'esperienza pluriennale in ruoli di ricerca e gestione di portafoglio per Orient Global (Dubai), Lehman Brothers, Citigroup Asset Management e nella divisione di Private Wealth Management di Lazard (tutti a Londra).

Oltre alla Laurea in Economia Politica presso l'Università Bocconi, ha conseguito il Master in Finance presso la London Business School. È CFA Charterholder dal 2002, membro del Board di CFA Society Italy e chair del comitato Advocacy.

### **Denis Manzi, CFA**

Inizia la sua attività professionale nel 2007 presso Banca di San Marino S.p.A. dove lavora tuttora ricoprendo il ruolo di responsabile per le Gestioni Patrimoniali e del Dipartimento Innovazione Finanziaria. Dal 2015 è membro del consiglio di amministrazione della SICAV di diritto Lussemburghese Fagus Multi-manager, con delega alla gestione di portafoglio del comparto International Bond. Denis, dopo avere conseguito la laurea in informatica presso l'Università di Bologna, ha superato l'esame per l'iscrizione all'Organismo dei Consulenti Finanziari Italiani, ha conseguito la certificazione EFA promossa da EFPA Italia ed è CFA charterholder dal 2013.

Denis fa inoltre parte del comitato Advocacy di CFA Society Italy.

### **Serena Marchesi**

Socio AIAF, Laureata in Economia Politica all'Università Bocconi di Milano, ricopre attualmente il ruolo di Analista finanziario Fixed Income all'interno Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo. In precedenza aveva lavorato in Banca IMI ove si era occupata di gestioni patrimoniali ed emissioni di obbligazioni societarie sul mercato primario e aveva anche svolto attività di rating advisory. Docente ai corsi AIAF.

### **Federico Reggianini, CFA**

Nato a Bologna, ottiene la laurea magistrale in Economia Aziendale nel 2005. Inizia la sua attività in Banca di Bologna presso il Servizio Gestioni Patrimoniali. Dopo un breve periodo in Intesa Sanpaolo a New York all'interno dell'Italian Desk prosegue la sua carriera in Banca di Bologna. Attualmente Federico è responsabile del Servizio Prodotti e Investimenti che ha il compito di proporre, implementare e mantenere tutti prodotti offerti dalla Banca, sia interni che di terzi. CFA Charterholder dal 2015 ed è membro del Comitato Advocacy di CFA Society Italy.

### **Monica Romanin, CFA**

Collabora come Consulente con Ernst & Young Financial-Business Advisors ed ha lavorato come Analista Finanziario, Gestore di Fondi d'Investimento ed Advisor per il gruppo Intesa Sanpaolo e per Crédit Agricole Asset Management.

Monica è Laureata in Economia e Commercio presso l'Università Ca' Foscari, è CFA Charterholder dal 2006 e dal 2012 è PMI's Certified Associate in Project Management.

Monica è membro del Board e del Comitato Advocacy di CFA Society Italy.



## DISCLAIMER

Il contenuto della presente pubblicazione ha carattere puramente informativo ed esprime l'opinione personale dei contributori e non rappresenta la posizione ufficiale di CFA Society Italy né dei datori di lavoro degli autori.

Nessuna delle informazioni ivi contenute costituisce una consulenza, una raccomandazione o una sollecitazione all'investimento, né l'offerta per la prestazione di un servizio di investimento.

Le opinioni espresse in questo documento non costituiscono una consulenza all'investimento o altra forma di consulenza in materia di investimenti e possono essere soggette a modifiche. Il presente documento è privo delle informazioni idonee a determinare, in concreto, la propensione al rischio e, dunque, non può e non deve costituire la base per assumere alcuna decisione di investimento. Tutte le operazioni descritte vengono riportate come semplici spunti di riflessione.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati dagli autori e sulla base di informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti. CFA Society Italy non garantisce l'accuratezza, la completezza e l'affidabilità dei dati e delle informazioni contenuti in questo documento e declina ogni responsabilità al riguardo.

Il lettore si assume ogni responsabilità relativamente alle proprie scelte di investimento, che sono prese in completa autonomia.

CFA Society Italy declina ogni responsabilità per eventuali conseguenze che dovessero derivare da un'operatività fondata sui contenuti di questo volume.

Tale documento non costituisce material pubblicitario ma è redatto solo ed esclusivamente a carattere informativo.

## **CFA SOCIETY ITALY**

### **ETICA, ECCELLENZA, PROFESSIONALITA'**

Nata nel 1999, CFA Society Italy conta attualmente oltre 400 soci e sviluppa, nel rispetto delle esigenze e delle specificità del mercato finanziario italiano, l'attività di CFA Institute, associazione internazionale di professionisti degli investimenti che definisce gli standard di eccellenza per il settore e alla quale CFA Society Italy è affiliata. CFA Society Italy promuove l'aggiornamento professionale ed il network non solo fra i soci ma con l'intera comunità finanziaria Italiana. Organizza iniziative editoriali, eventi, momenti di incontro e attività di formazione per diffondere una cultura finanziaria sempre più ispirata ai valori di trasparenza, correttezza e professionalità.

## **UN CFA CHARTERHOLDER È**

### **CREDIBLE:**

ha dimostrato padronanza di un programma di studi complesso, ha maturato 4 anni di esperienza lavorativa e aderisce ad un codice etico.

### **COMMITTED:**

ha dedicato una media di 900 ore di studio per superare tre rigorosi esami.

### **AGGIORNATO:**

ha accesso a programmi di formazione e aggiornamento professionale innovativi.

### **CONNESSO:**

è socio di un network di oltre 142,000 professionisti in 163 Paesi.

---

La certificazione Chartered Financial Analyst® (CFA) è la credenziale più ampiamente riconosciuta e rispettata nel mondo della finanza.

---

Scopri di più su [www.cfasi.it](http://www.cfasi.it)