

Il Decreto Legge 23 dicembre 2016, n. 237  
Disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio

*Andrea Sironi*  
*Università Bocconi - 23 gennaio 2017*

## *Introduzione*

Nel corso degli ultimi anni il sistema bancario italiano è stato sottoposto a condizioni di crescente difficoltà legate a molteplici fattori. In primo luogo, la situazione di prolungata recessione originata ancora dalla crisi finanziaria internazionale, ha condotto a una significativa contrazione economica. Ne è inevitabilmente seguita una crescita rilevante delle insolvenze delle imprese affidate, riflessasi in un aumento significativo dei crediti deteriorati e in particolare delle sofferenze.

In secondo luogo, una situazione di tassi di interesse molto bassi, in alcune fasi e per alcuni mercati negativi, la quale ha significativamente ridotto la redditività delle banche, di fatto annullando la componente del margine di interesse tradizionalmente legata al differenziale fra tassi interbancari e tassi di interesse corrisposti alla clientela depositante.

Infine, un significativo inasprimento dei vincoli di natura regolamentare, sia sul fronte dei requisiti patrimoniali, sia su quelli della liquidità, il quale ha a sua volta ridotto la capacità delle banche di generare una redditività del capitale coerente con il proprio grado di rischio. Quest'ultimo si è peraltro significativamente accresciuto, quantomeno nella percezione dei mercati, nel corso degli ultimi anni sia per l'effetto di alcuni importanti episodi di crisi bancarie, sia per la natura ormai ciclica dei corsi azionari del settore bancario.

All'incapacità di generare un'adeguata redditività del capitale, tuttora il principale problema del sistema bancario italiano, hanno contribuito una struttura dei costi rigida, in parte eredità di strategie passate volte all'espansione della rete di filiali in un contesto in cui l'innovazione tecnologica ha reso sempre meno rilevante la presenza capillare sul territorio.

In questo contesto, in un numero limitato di banche italiane sono emersi significativi problemi di liquidità e di solvibilità. Con riferimento a queste situazioni, il decreto legge 237/2016 rappresenta indubbiamente un efficace strumento per affrontare specifiche situazioni di difficoltà. Esso persegue l'obiettivo fondamentale di tutela della stabilità finanziaria.

Il decreto legge prevede l'intervento statale sia nella forma di un sostegno alla liquidità, tramite l'offerta di una garanzia governativa all'emissione di passività da parte di singole banche, sia nella forma di un sostegno alla solvibilità, nella forma di un intervento di rafforzamento patrimoniale mediante la sottoscrizione diretta di capitale.

E' importante ricordare che tale intervento si colloca in un quadro che ha visto il governo italiano intervenire in sostegno del sistema bancario nazionale in misura decisamente meno importante nel corso degli ultimi anni rispetto a

quanto realizzato da numerosi altri governi europei. Esso risulta peraltro coerente con il quadro regolamentare europeo in tema di risanamento e risoluzione delle crisi bancarie.

Nelle brevi note che seguono mi soffermerò sulle due principali componenti del decreto, quella relativa alla liquidità e quella relativa alla solvibilità, evidenziandone la relativa coerenza con il quadro regolamentare emerso di recente in sede europea e sovranazionale, la relativa efficacia e, ove possibile, alcuni aspetti di dettaglio che potrebbero essere oggetto di ulteriore riflessione. Tralascierò invece le altre componenti, quelle relative alle disposizioni finanziarie e alle contribuzioni al Fondo Nazionale di Risoluzione, rispetto alle quali non prevedo alcuna particolare considerazione critica.

### *Il Decreto Legge 237 - Capo I – Le misure di sostegno alla liquidità*

Le misure di sostegno alla liquidità si concretizzano nella concessione di una garanzia dello Stato su passività emesse dalle singole banche successivamente all'entrata in vigore del decreto legge. La garanzia può essere rilasciata fino al 30 giugno 2017, con possibilità di una proroga di ulteriori sei mesi dietro approvazione della Commissione Europea. L'importo delle passività oggetto di garanzia pubblica non può superare, per ogni banca, l'importo del patrimonio di vigilanza e dovrebbe essere limitato a quanto necessario per ripristinare la capacità di finanziamento a medio-lungo termine della banca.

Il rationale sottostante a questa prima forma di intervento è dunque quello di offrire un sostegno a banche che, pur conservando condizioni di solvibilità, affrontano una situazione di crisi di liquidità legata alla chiusura del mercato del *funding*. E' infatti previsto che l'accesso a questa forma di sostegno sia limitato a banche che rispettano i requisiti patrimoniali in vigore e che non abbiano evidenziato carenze patrimoniali nell'ambito di prove di stress condotte a livello europeo. Per le banche che non rispettino queste condizioni, l'accesso alla garanzia statale è subordinato a una positiva decisione della Commissione europea ed è comunque condizionato alla presenza di un patrimonio positivo.

Al fine di tutelare la concorrenza ed evitare indebiti vantaggi, la garanzia statale non può essere sfruttata dalla singola banca beneficiaria dal punto di vista commerciale ed è onerosa. Il corrispettivo richiesto è calcolato in base a una formula (art. 6) che rende tale onere direttamente proporzionale al grado di rischio della banca beneficiaria - stimato sulla base dello spread CDS (*credit default swap*) della banca ove presente o, in alternativa, del suo rating - e indirettamente proporzionale al grado di rischio della Repubblica Italiana (anch'esso stimato sulla base dello spread CDS dello Stato italiano). Il valore della garanzia fornita dallo Stato italiano è infatti tanto maggiore quanto

maggiore è il grado di rischio della banca e quanto minore è il rischio della Repubblica italiana.

Ciò premesso, l'esatta determinazione dei parametri sottostanti il calcolo dell'onere richiesto alla singola banca beneficiaria (ad esempio il fatto che si utilizzi un parametro fisso di 0,4% o ancora una media semplice dei rapporti fra spread CDS) non viene chiarita nel decreto ed è verosimilmente il risultato di un'analisi empirica della quale sarebbe utile conoscere i risultati al fine di un'adeguata valutazione.

Vale la pena di osservare che il valore della garanzia statale risulta in questo caso influenzato negativamente dalla correlazione positiva fra merito di credito di una banca italiana e merito di credito della Repubblica italiana, correlazione più volte evidenziata nelle analisi empiriche. Come noto, infatti, a fronte di un peggioramento del merito di credito dello Stato italiano, anche il merito di credito delle banche italiane ne risulta negativamente influenzato, anche per effetto dell'importo elevato di titoli di Stato che queste ultime detengono nei propri attivi.

La concessione della garanzia statale è infine subordinata ad alcuni divieti, che valgono per tutto il periodo in cui una banca beneficia della stessa. Essi riguardano: (i) la distribuzione di dividendi; (ii) l'effettuazione di pagamenti discrezionali su strumenti di capitale diversi dalle azioni ordinarie ammessi al computo del capitale di classe 1; (iii) il riacquisto di azioni proprie o di altri strumenti di capitale primario; (iv) l'acquisto di nuove partecipazioni.

Ritengo andrebbe seriamente considerata l'aggiunta di un'ulteriore condizione a quelle indicate dal decreto legge e richiamate sopra, rappresentata dal divieto di corresponsione di forme di remunerazione variabile - bonus o altre tipologie di incentivazione monetaria legate a risultati economici o di altra natura - durante tutto il periodo durante il quale una banca beneficia di una garanzia statale sulle proprie passività. Tale tipologia di compenso, oltre a risultare incoerente con la minimizzazione del rischio per lo Stato, che si trova impegnato finanziariamente nei confronti della singola banca, risulterebbe peraltro con la situazione economico finanziaria di un intermediario costretto da circostanze di mercato a ricorrere al sostegno pubblico. Per evitare che un simile divieto possa ostacolare la possibilità per la banca beneficiaria di attrarre o trattenere risorse umane qualificate, sarebbe possibile confinare forme di remunerazione variabile al conseguimento di obiettivi economici di medio lungo termine che prevedano, oltre al raggiungimento di risultati reddituali e di tipo patrimoniale, anche il termine della protezione pubblica, ossia il rimborso di passività garantite dallo Stato e/o la sostituzione di eventuale capitale pubblico con capitale privato.

Con riferimento al supporto alla liquidità, il decreto legge prevede infine, oltre al sostegno sotto forma di offerta di garanzia statale su passività di nuova emissione da parte di singole banche, anche la possibilità di una garanzia statale su attivi utilizzati dalle banche come collaterale nell'ambito delle erogazioni di liquidità di emergenza (*Emergency Liquidity Assistance*). In pratica, la garanzia statale sul collaterale utilizzato consente, nell'ambito degli schemi utilizzati dalla Banca Centrale Europea, di aumentare la qualità del collaterale e, di conseguenza, di beneficiare di un minore scarto di garanzia praticato dalla banca centrale, di fatto aumentando la possibilità per una banca di accedere a questa forma di finanziamento di emergenza.

### *Il Decreto legge 237 - Capo II – Le misure per il rafforzamento patrimoniale*

La seconda parte del decreto prevede, coerentemente con le disposizioni della direttiva europea sul risanamento e la risoluzione delle banche (*BRRD – Bank Recovery and Resolution Directive*), la possibilità di un intervento precauzionale diretto dello Stato nel patrimonio di una banca che sia risultata patrimonialmente carente in seguito a un esercizio di stress condotto a livello nazionale o europeo, quale quello completato dall'Autorità Bancaria Europea (*European Banking Authority – EBA*) lo scorso luglio 2016. L'intervento si realizza concretamente mediante la sottoscrizione o l'acquisto di titoli azionari da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF).

In questo caso, essendo la banca ancora solvibile ed essendo l'intervento unicamente precauzionale, non è prevista l'attivazione automatica del meccanismo di *bail in* introdotto in forma retroattiva dalla BRRD, e dunque non si attiva la conversione forzata dei titoli obbligazionari senior in titoli azionari, finalizzata alla condivisione delle perdite. E' invece prevista l'attivazione del meccanismo di ripartizione degli oneri (*burden sharing*), ossia di conversione forzata in titoli azionari dei soli titoli ibridi di capitale ammessi al computo del patrimonio di base (*tier 1 capital*) e dei titoli di debito subordinati ammessi al computo del patrimonio supplementare (*tier 2 capital*) detenuti da investitori al dettaglio o istituzionali.

L'obiettivo di questa seconda forma di intervento pubblico è ancora una volta quello della tutela della stabilità finanziaria. In particolare, la logica sottostante è quella di evitare che una banca ancora solvibile possa essere condotta all'insolvenza in seguito a una percezione del rischio eccessiva da parte del mercato, quest'ultima conseguenza delle risultanze delle prove di stress.

Infine, la seconda parte del decreto prevede la possibilità – mediante un meccanismo di ristoro - di conversione delle azioni ricevute per effetto della conversione forzata prevista dalla ripartizione degli oneri, in titoli obbligazionari

ordinari o senior per gli investitori non qualificati e non professionali detentori di obbligazioni subordinate. Quest'ultima misura, fondata su un trattamento privilegiato degli investitori *retail* rispetto a quelli istituzionali, si giustifica sia alla luce dell'obiettivo di evitare eventuali contenziosi legati alla commercializzazione dei titoli emessi dalla banca, sia più in generale sulla tutela della fiducia del pubblico nei confronti delle banche, e dunque della stabilità finanziaria, in un contesto nel quale i nuovi meccanismi di gestione delle crisi bancarie (*burden sharing* e *bail in*) non sono ancora adeguatamente noti e assimilati presso il mercato al dettaglio.

Gli elementi critici connessi a questa seconda parte del decreto legge sono principalmente due, fra loro legati: (i) il meccanismo di determinazione del prezzo di sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF); (ii) il meccanismo di determinazione del valore di conversione dei titoli ibridi e di debito subordinato in titoli azionari.

Il legame fra i due punti è determinato dalla gerarchia che regola i meccanismi di sopportazione delle perdite nei casi di crisi. Come noto, le perdite devono essere sopportate in primo luogo dai detentori di capitale di rischio, ossia dagli azionisti, e solo una volta esaurito il valore di questa prima forma di passivo è possibile assorbire le perdite ricorrendo ad altre forme quali ad esempio il debito subordinato. E' pur vero che l'intervento statale oggetto di analisi non riguarda i casi di dissesto quali quelli che hanno caratterizzato le quattro banche oggetto di risoluzione lo scorso novembre 2015 (Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, CariChieti, Cassa di Risparmio di Ferrara) ma piuttosto come un intervento di natura precauzionale. Tuttavia, sarebbe contrario ai principi che regolano qualunque situazione di crisi di impresa immaginare un intervento statale che tuteli il valore dell'investimento dei detentori di capitale azionario e al contempo imponga, tramite una conversione forzata, perdite ai detentori di capitale di debito, seppure subordinato, o di strumenti di capitale che occupano posizione privilegiate, rispetto alle azioni ordinarie, nella gerarchia del passivo.

Ciò premesso, per quanto riguarda il primo aspetto, ossia la determinazione del prezzo delle nuove azioni che saranno sottoscritte dal MEF, il decreto prevede che, se la banca non è quotata, il valore del patrimonio venga determinato sulla base della valutazione di un soggetto indipendente. Nel caso in cui invece la banca sia quotata, la determinazione del prezzo avviene sulla base della media dei prezzi di chiusura delle azioni ordinarie dell'emittente degli trenta giorni precedenti la data indicata dal MEF in sede di intervento.

Il vantaggio di ricorrere, nel caso di una banca quotata, a dati di mercato come quelli rappresentati dalle quotazioni azionarie è evidente. Si tratta di una misura

oggettiva, non discrezionale, derivante da un incontro fra domanda e offerta che riflette tutte le informazioni disponibili. In questo senso, ritengo che questa scelta relativa alle banche quotate sia preferibile a forme diverse, legate ad esempio a valutazioni espresse da soggetti indipendenti. L'unica eccezione potrebbe essere rappresentata da caso in cui il mercato di riferimento non sia sufficientemente liquido da esprimere correttamente le informazioni disponibili.

Vale la pena di evidenziare, data la rilevanza del caso per il decreto legge oggetto di esame, che questa non era la situazione del titolo Monte dei Paschi di Siena (MPS). I volumi di negoziazione relativi al titolo MPS sono stati, nei mesi precedenti la sospensione della quotazione (22 dicembre 2016), piuttosto elevati, con una velocità di circolazione (*turnover velocity*) mediamente superiori a 8 (in altri termini, ciò significa che in media è stato scambiato l'intero capitale più di otto volte l'anno) a fronte di un valore medio dell'intero FTSE MIB pari a circa 2,4. In questo senso, non è possibile sostenere che sia mancata la liquidità necessaria a far sì che domanda e offerta riflettessero al meglio tutte le informazioni disponibili.

Per quanto riguarda il periodo storico di riferimento per il calcolo del prezzo medio, la scelta di un periodo di 30 giorni risulta ragionevole. A fronte di una situazione di elevata liquidità, un periodo più breve, di 30 giorni, è infatti preferibile rispetto a un periodo più prolungato, ad esempio pari a 90 o 180 giorni, per il semplice fatto che riflette in misura più adeguata le condizioni economico finanziarie più recenti della banca.

Anche con riferimento a questo aspetto, vale la pena di soffermarsi a considerare il caso specifico di MPS. Si potrebbe ipotizzare che la diminuzione subita dal prezzo nelle ultime settimane precedenti la sospensione del titolo sia stata influenzata dall'aspettativa di un aumento di capitale, privato o pubblico che fosse, e dal conseguente effetto diluizione. Analogamente, il prezzo del titolo potrebbe aver risentito negativamente, nel corso delle ultime settimane, dell'intervento dell'autorità di vigilanza europea, la quale aveva imposto la cessione dei crediti deteriorati in tempi relativamente brevi, potenzialmente a condizioni non pienamente coerenti con il relativo valore di mercato. Questi elementi potrebbero in questo caso indurre a considerare un periodo storico di misurazione del prezzo più lungo, ad esempio pari a 3 o 6 mesi.

L'esame dei dati mostra tuttavia differenze molto limitate fra i prezzi medi risultanti dall'utilizzo di periodi storici di riferimento differenti. Nello specifico, le medie a un mese, tre mesi e sei mesi risultano rispettivamente pari a 19, 21 e 24 euro (a titolo informativo, il prezzo registrato in occasione dell'ultimo giorno di quotazione era pari a 15,08 euro). La scelta adottata dal decreto legge di un periodo storico di 30 giorni appare dunque ragionevole.

Per quanto riguarda invece il secondo punto, ossia la previsione di conversione forzata dei titoli ibridi e di debito subordinato in titoli azionari secondo il meccanismo di ripartizione degli oneri, il decreto legge prevede che tale conversione sia tale da assicurare che nessun titolare di tali titoli subisca un trattamento peggiore rispetto a quello che riceverebbe in caso di liquidazione dell'emittente assumendo che essa avvenga senza supporto pubblico. In questo senso, il valore dei titoli azionari ricevuti sia almeno pari a quanto gli investitori avrebbero ricevuto in liquidazione, quest'ultimo valore stimato sulla base del valore dell'attivo e del passivo della banca emittente. Questo criterio generale appare pienamente condivisibile, specie alla luce delle considerazioni di cui sopra relative alla gerarchia relativa alle diverse forme di passività.

Il meccanismo concreto di attivazione della conversione si fonda su una relazione di stima predisposta da un esperto indipendente dell'effettivo valore di attività e passività della banca senza considerare alcuna forma di supporto pubblico e ipotizzando la liquidazione dell'emittente. Anche in questo caso, potrebbe essere utile l'esplicito riferimento a valori oggettivi di mercato. In numerosi casi, infatti, i titoli ibridi e subordinati emessi dalle banche sono oggetto di negoziazione presso mercati regolamentati quali ad esempio il MOT gestito da Borsa Italiana.

Seppure generalmente caratterizzati da un grado di liquidità inferiore a quello del relativo mercato azionario, si tratta comunque di titoli i cui prezzi presentano un importante valore informativo. In questo senso, è importante evitare che la conversione forzata possa condurre a indebiti profitti a carico dello Stato, che vedrebbe ridotto il valore della propria partecipazione azionaria, in capo ai detentori di titoli di capitale ibrido o di debito subordinato. Questi ultimi potrebbero infatti risultare titolari di una partecipazione azionaria con un valore di mercato superiore a quello dei titoli detenuti prima della conversione.

Infine, per quanto concerne il meccanismo di ristoro a beneficio degli investitori non qualificati e non professionali, è importante distinguere fra coloro che hanno sottoscritto i titoli ibridi o subordinati nel mercato primario, ossia al momento dell'emissione da parte della banca, e dunque a valore nominale, e coloro che invece hanno acquistato sul mercato secondario, e dunque verosimilmente a prezzi inferiori al valore nominale.

Mentre nel primo caso un "ristoro" al 100% del valore nominale potrebbe risultare giustificato alla luce degli obiettivi di tutela della fiducia e della stabilità finanziaria indicati sopra, nel secondo caso esso darebbe luogo a un indebito utile che non avrebbe giustificazione economica.

Venendo infine al caso di MPS, il decreto legge prevede esplicitamente la conversione in titoli azionari di tutti i titoli di capitale ibrido (*additional Tier 1*

capital) e di debito subordinato per un valore complessivo di 4,3 miliardi di euro. Nello specifico, gli strumenti di capitale ibrido saranno convertiti al 75% del valore nominale mentre quelli subordinati al 100% del nominale (è infine prevista la conversione al 18% del nominale per il titolo FRESH).

Poiché la conversione avverrà in titoli azionari di cui non è noto a priori quale sarà il valore di mercato al momento della riapertura delle negoziazioni, è evidente che tali valori non corrispondono esattamente a quanto i titolari di questi titoli riusciranno eventualmente a monetizzare in caso di liquidazione del proprio. Resta in questo senso un grado di rischio in capo a tali investitori.

Ciò premesso, si tratta tuttavia di valori particolarmente elevati se si considera che i titoli subordinati MPS quotavano attorno al 50% del rispettivo valore nominale prima della sospensione della quotazione. In questo senso, il rischio che la conversione forzata possa generare utili non giustificati in capo a investitori che hanno acquistato i titoli subordinati sul mercato secondario poco prima della sospensione delle negoziazioni appare particolarmente elevato.

I valori fissati dal decreto legge per la conversione forzata risultano in questo senso giustificati solo per il caso di investitori non qualificati e non professionali che hanno sottoscritto i titoli nel mercato primario, ossia al momento stesso dell'emissione da parte della banca. Nel caso invece di investitori qualificati, dotati delle competenze adeguate per valutare il profilo di rischio dell'investimento, specie nel caso in cui l'acquisto sia stato effettuato nel mercato secondario a prezzi sensibilmente inferiori al valore nominale, una conversione a tassi superiori rispetto a quelli di quotazione al momento della sospensione, seppure coerente con la logica giuridica secondo la quale l'intervento statale assume la natura di intervento precauzionale e non di risoluzione di una situazione di dissenso, appare economicamente ingiustificata.

Alla luce di queste considerazioni, sarebbe preferibile che la conversione avvenisse, almeno per quanto concerne gli investitori qualificati e professionali, a valori più contenuti di quelli previsti dal decreto legge.

### *Considerazioni conclusive*

Il decreto legge oggetto di analisi si prefigge l'obiettivo principale di tutelare, in un contesto che vede la presenza di alcune specifiche situazioni di difficoltà di banche italiane, la stabilità finanziaria, evitando che tali situazioni possano aggravarsi ed eventualmente generare un effetto contagio.

L'intervento statale disegnato dal decreto legge è chiaro, ben delimitato e coerente con le disposizioni regolamentari nazionali ed europee. La sua attuazione sarà strettamente monitorata dall'autorità di vigilanza, la quale garantirà che anche gli importi e i conseguenti costi per la collettività siano

coerenti con quanto strettamente necessario a garantire un efficace perseguimento dell'obiettivo di cui sopra.

In queste note ho cercato di soffermare l'attenzione su alcuni aspetti puntuali del decreto legge, evidenziando alcune considerazioni relative agli aspetti più critici relativi agli interventi statali prefigurati dallo stesso decreto.

Credo sia importante osservare come il sistema bancario italiano presenti oggi, se si eccettuano alcune specifiche eccezioni, una situazione di adeguata liquidità e solvibilità. A titolo esemplificativo, l'esercizio di stress test condotto dall'EBA nel luglio del 2016 su un campione di 51 banche europee, di cui 5 italiane, ha mostrato, con l'unica eccezione di MPS, risultati relativi alle banche italiane anche migliori di quelli relativi alla media europea.

I problemi principali per l'industria bancaria italiana risultano rappresentati da un lato dall'ingente volume di crediti deteriorati, per i quali risulta opportuno favorire politiche di cessione che consentano alle singole banche di incrementare la propria capacità di concessione di credito all'economia, e dall'altro quello della redditività del patrimonio, rispetto alla quale occorre intensificare gli sforzi volti al contenimento dei costi operativi e allo sviluppo di nuove tecnologie nell'ambito delle politiche commerciali.

Infine, un aspetto importante che occorre sottolineare riguarda la natura temporanea dell'intervento statale previsto dal decreto legge. Tale temporaneità è esplicitamente menzionata come condizione relativa alla prima forma di intervento, quella relativa al sostegno della liquidità. Ritengo importante che anche la seconda forma di intervento, quella relativa al rafforzamento patrimoniale, debba porsi come obiettivo quello della temporaneità. In altri termini, sarebbe importante che venisse evidenziata la necessità, per la banca beneficiaria, di formulare un piano a medio termine che preveda l'uscita dello Stato dal proprio ruolo di azionista e la conseguente sostituzione del capitale pubblico con capitali privati.

L'evidenza empirica disponibile in letteratura mostra infatti in modo chiaro e robusto come le banche a controllo pubblico, ossia le banche che vedono una partecipazione rilevante di un governo locale o nazionale nel proprio capitale di rischio, risultino mediamente meno efficienti, più rischiose, e caratterizzate da un'attività di impiego maggiormente ciclica e dunque non coerente con una funzione pubblica di natura anticiclica. Tali evidenze non riguardano peraltro banche divenute pubbliche a seguito di situazioni di crisi, ma semplicemente intermediari che risultano tali sin dalle proprie origini.