



**SENATO DELLA REPUBBLICA
COMMISSIONE FINANZE E TESORO**

**INDAGINE CONOSCITIVA
SUI RAPPORTI TRA BANCHE E IMPRESE CON
PARTICOLARE RIFERIMENTO AGLI STRUMENTI
DI FINANZIAMENTO**

**Audizione del Presidente della Consob
Giuseppe Vegas**

Roma, 2 febbraio 2012

Premessa

Nel presente intervento affronterò una serie di questioni legate alle implicazioni che le regole sui requisiti patrimoniali delle banche possono avere sui meccanismi di finanziamento del settore produttivo e sull'operatività del mercato azionario. Mi concentrerò in particolare sulla valutazione dei possibili effetti della raccomandazione che la *European Banking Authority* (d'ora in poi EBA) ha rivolto alle maggiori banche europee in merito alla necessità di procedere ad un rafforzamento patrimoniale.

Partirò da una breve analisi dei problemi di fondo della disciplina sui requisiti di capitale delle banche e poi discuterò gli approcci e le ipotesi utilizzate nei vari *stress test* sul settore bancario condotti dall'EBA a partire dal 2010. Discuterò poi delle problematiche che possono derivare dalle citate raccomandazioni dell'EBA e degli elementi che, in base alle informazioni ad oggi disponibili, potranno caratterizzare i piani di ricapitalizzazione delle banche quotate italiane. Concluderò riassumendo i profili di criticità degli interventi di rafforzamento patrimoniale nel quadro dell'attuale fase congiunturale e delle prospettive dei mercati finanziari, anche alla luce dell'esperienza di recenti operazioni di aumento di capitale effettuate da gruppi bancari italiani.

1. I problemi della regolazione sui requisiti patrimoniali delle banche

La regolamentazione prudenziale sui requisiti patrimoniali delle banche poggia sul principio di fondo per cui il patrimonio deve essere commisurato alla rischiosità dell'attivo. Questo principio di base è tuttavia declinato in una disciplina di dettaglio molto complessa e articolata che, in occasione della crisi dei mutui *subprime* del 2007, ha evidenziato una serie di limiti e problemi strutturali che hanno avuto un ruolo determinante nell'accelerare e amplificare l'evoluzione della crisi stessa.

La disciplina sul patrimonio di vigilanza consentiva, infatti, di assoggettare attivi con il medesimo profilo di rischio, ma forma giuridica differente, a requisiti patrimoniali diversi, creando spazio per arbitraggi regolamentari che hanno portato ad una forte espansione degli impieghi bancari e ad una eccessiva e non trasparente assunzione di rischi.

Oltre alla possibilità di effettuare arbitraggi regolamentari, un limite strutturale della disciplina sui requisiti patrimoniali delle banche è rappresentato dal fatto che essa ha un effetto cosiddetto pro-ciclico (tende cioè ad amplificare le fluttuazioni del ciclo

economico). Infatti, nelle fasi di rallentamento dell'economia, si registra normalmente un aumento dei rischi e una riduzione della qualità degli attivi bancari, che determina, a parità di patrimonio di vigilanza disponibile, la necessità di una riduzione degli impieghi (cosiddetto *deleveraging*) con possibili conseguenti fenomeni di *credit crunch* che, a loro volta, amplificano l'andamento negativo del ciclo. Viceversa, nelle fasi positive del ciclo, la qualità degli attivi migliora e il patrimonio di vigilanza disponibile può risultare eccedente e quindi consentire un'espansione degli impieghi che contribuisce a sostenere la crescita.

L'attuale congiuntura, caratterizzata da prospettive di forte rallentamento ciclico e da una crisi finanziaria che pone sfide nuove e complesse per le Istituzioni e le Autorità di vigilanza, sta evidenziando in tutta la sua drammaticità il problema della pro-ciclicità delle regole sui requisiti patrimoniali. Allo stesso tempo, ciò ha indotto le banche centrali e i regolatori di stabilità a ritenere che gli attuali livelli di patrimonializzazione del sistema bancario, sia in Europa sia negli USA, siano inadeguati a fronteggiare scenari negativi di particolare gravità ma non del tutto improbabili.

L'esperienza della crisi dei *subprime* del 2007 ha comunque portato ad un significativo processo di revisione delle regole di vigilanza prudenziale volto ad aumentare la quantità e la qualità del patrimonio delle banche, culminato, nel settembre 2010, con il nuovo Accordo cosiddetto di Basilea III. Basilea III ha ridotto le opportunità di arbitraggio normativo, ha previsto specifici presidi per il rischio di liquidità, prima non valutato, e ha introdotto un limite al rapporto fra il totale attivo (non ponderato per il rischio) e il patrimonio (cosiddetto *leverage ratio*). Al fine di mitigare i menzionati effetti di pro-ciclicità, è stato introdotto un meccanismo che prevede l'accumulo di un cuscinetto di capitale aggiuntivo rispetto a quello minimo calcolato in base alla rischiosità dell'attivo (cosiddetto *counter-cyclical capital buffer*), cuscinetto che deve essere gradualmente accumulato nelle fasi positive del ciclo per poi essere assorbito nelle fasi negative al fine di evitare i citati effetti di riduzione degli impieghi.

Il nuovo Accordo di Basilea III rappresenta una risposta incisiva ed efficace rispetto ai punti deboli emersi con la crisi scoppiata nel 2007. L'impianto di fondo della disciplina rimane tuttavia basato sulla possibilità che siano le stesse banche a quantificare la rischiosità del proprio attivo utilizzando modelli interni che devono essere validati dalle Autorità di vigilanza nazionali. Ne consegue che le diversità delle prassi di vigilanza nella validazione dei modelli interni fra le Autorità di diversi paesi possono portare, a parità di rischiosità dell'attivo, alla determinazione di fabbisogni patrimoniali diversi.

2. La crisi del debito sovrano, gli *stress test* e la raccomandazione dell'EBA

All'inizio del 2010, con l'emergere delle prime tensioni sul mercato dei titoli di alcuni paesi dell'area euro con gravi squilibri di finanza pubblica (in particolare, Grecia, Irlanda e Portogallo), le Autorità di vigilanza sulla stabilità del sistema bancario hanno effettuato degli *stress test* per valutare l'adeguatezza del patrimonio di vigilanza, utilizzando esplicite previsioni di deterioramento della qualità delle esposizioni verso il settore pubblico.

Nel primo *stress test* sul settore bancario europeo, condotto nel luglio del 2010, si simulava l'effetto di un aumento del rischio sovrano, prendendo in considerazione solo le esposizioni da titoli detenuti per finalità di negoziazione (cosiddetto *trading book*). I risultati indicavano necessità di ricapitalizzazione per circa 3,5 miliardi di euro.

L'effettiva portata e le dimensioni sistemiche della crisi del debito sovrano si sono tuttavia manifestate in tutta la loro gravità solo a metà del 2011, quando i crescenti dubbi sulla possibilità di addivenire ad una soluzione ordinata e consensuale di ristrutturazione del debito della Grecia hanno determinato un effetto di contagio e di propagazione delle turbolenze ad altri grandi paesi dell'Unione.

In tale contesto si è iscritto il secondo esercizio di *stress test* sul settore bancario europeo, condotto dall'EBA nel luglio del 2011 su 90 gruppi bancari europei (tra cui cinque italiani), ipotizzando *haircut* più rilevanti sulle esposizioni verso il debito sovrano per tenere conto del progressivo aggravamento della crisi. I risultati indicavano che solo 8 delle 90 banche avrebbero avuto nello scenario avverso un patrimonio inferiore alla soglia minima fissata nel *test* (*core tier 1* del 5%), con necessità di costituire patrimonio aggiuntivo per circa 2,5 miliardi di euro. Nessuna banca italiana necessitava di interventi di rafforzamento patrimoniale

Il secondo *stress test* tuttavia, come il precedente, includeva solo le esposizioni verso il debito sovrano iscritte nel *trading book*, pur considerando maggiori accantonamenti per quelle esposizioni iscritte nel *banking book*. Inoltre, già prima della pubblicazione dei risultati dello *stress test*, i rendimenti dei titoli di Stato dei paesi con maggiori squilibri nei conti pubblici avevano subito incrementi molto elevati, facendo risultare in buona parte superate le ipotesi di base dello scenario avverso delineato dall'EBA.

Successivamente, a fronte dell'acuirsi della crisi, il 26 ottobre del 2011 il Consiglio europeo è pervenuto alla decisione di procedere ad un significativo intervento di rafforzamento patrimoniale degli istituti di credito europei, al fine di ristabilire la fiducia dei mercati verso il sistema bancario. Le decisioni del Consiglio europeo prevedono, per le banche di maggiori dimensioni (71 banche), ricapitalizzazioni finalizzate alla costituzione di riserve eccezionali e temporanee tali da portare il *core tier 1* ad un livello almeno pari al 9% entro il 30 giugno 2012, tenuto conto anche della valutazione di mercato delle esposizioni verso il debito sovrano.

A fronte delle decisioni del Consiglio europeo, l'EBA ha ricevuto il mandato di quantificare l'ammontare delle ricapitalizzazioni necessarie per la costituzione delle citate riserve di capitale. L'EBA ha inizialmente stimato il fabbisogno patrimoniale aggiuntivo da richiedere alle banche in 106,5 miliardi di euro e successivamente, l'8 dicembre 2011, ha formulato una raccomandazione ufficiale nella quale ha indicato un fabbisogno di capitale complessivo di circa 115 miliardi di euro, di cui circa 58 miliardi imputabili all'effetto del *mark to market* delle esposizioni in titoli di Stato (51% del totale della ricapitalizzazione richiesta)¹. Per le banche italiane è stato indicato un fabbisogno di capitale di 15,4 miliardi di euro, di cui circa 6,7 miliardi derivanti dall'esposizione in titoli di Stato (44% circa del totale). Le ricapitalizzazioni richieste sono di 8 miliardi di euro per Unicredit, di 3,3 miliardi per Banca Monte dei Paschi di Siena, di 2,7 miliardi per Banco Popolare e di 1,4 miliardi per Unione di Banche Italiane, mentre Intesa SanPaolo non presenta esigenze di capitale aggiuntivo.

Rispetto alla stima preliminare, il fabbisogno di capitale effettivo è stato incrementato di oltre 8 miliardi di euro, principalmente per effetto di una correzione al rialzo delle stime per le banche tedesche (il cui fabbisogno di capitale è passato da poco più di 5 miliardi a oltre 13 miliardi di euro) e belghe (il cui fabbisogno è passato da 4 a oltre 6 miliardi di euro). Al contrario, per le banche francesi le necessità patrimoniali sono state ridotte di circa 1,5 miliardi di euro rispetto alle stime preliminari. Per le banche italiane la correzione è stata pari a circa 600 milioni di euro in aggiunta rispetto a quanto preliminarmente indicato dall'EBA.

È importante sottolineare che la raccomandazione dell'EBA dell'8 dicembre non si basa su di un nuovo esercizio di *stress test* che simula l'effetto di scenari avversi, ma trae semplicemente origine dall'applicazione delle soglie più elevate di patrimonializzazione stabilite dal Consiglio europeo e dalla valutazione a prezzi di mercato (cosiddetto *mark to market*) dell'esposizione delle banche verso titoli del debito

¹ Il dato di 58 miliardi è calcolato ipotizzando che le necessità patrimoniali aggiuntive per le banche greche siano interamente riferibili all'esposizione su titoli di Stato.

pubblico, al fine di determinare le differenze rispetto ai valori iscritti in bilancio da coprire con la costituzione di riserve temporanee di capitale.

Le banche europee hanno comunicato il 20 gennaio 2012 alle rispettive Autorità nazionali le azioni di rafforzamento patrimoniale che intendono adottare per adeguarsi alla raccomandazione dell'EBA. Entro il prossimo 8 febbraio le Autorità di vigilanza nazionali dovranno comunicare all'EBA gli esiti delle verifiche svolte sui piani di rafforzamento elaborati dalle singole banche e indicarne la conformità ai criteri stabiliti dalla stessa EBA. Le azioni di rafforzamento patrimoniale dovranno essere attuate entro giugno 2012.

L'esercizio condotto dall'EBA presenta profili di delicatezza e aspetti che possono prestarsi a valutazioni critiche, in particolare per ciò che riguarda alcune questioni di metodo e di parità di trattamento delle banche operanti in paesi diversi.

Per ciò che riguarda le questioni metodologiche, un primo aspetto critico è relativo al fatto che l'esercizio si basa su un coefficiente patrimoniale costituito da grandezze (sia al numeratore sia al denominatore) calcolate secondo criteri non omogenei nei diversi paesi europei. In particolare, come ho prima ricordato, il calcolo delle attività ponderate per il rischio, grandezza che concorre alla determinazione del denominatore del denominatore del *core tier 1*, avviene sulla base di modelli interni di valutazione del rischio definiti dalle singole banche e soggetti a procedure di validazione dalle Autorità nazionali secondo prassi di vigilanza che possono essere molto diverse fra i paesi europei. Ciò può dare luogo, a parità di patrimonio e di rischiosità dell'attivo, a coefficienti di *core tier 1* molto diversi.

Un secondo aspetto di natura metodologica riguarda l'applicazione del *mark-to-market* all'intero portafoglio dei titoli di Stato, anche quindi a quei titoli detenuti sino alla scadenza, approccio che appare troppo rigido rispetto all'obiettivo di proteggere le banche da eventuali perdite sulle esposizioni verso il debito sovrano. Altrettante perplessità suscita la decisione dell'EBA di applicare il *mark-to-market* all'esposizione in titoli di Stato di tutti i paesi dell'area euro, e non solo a quella verso i titoli di Stato dei paesi più esposti alla crisi del debito sovrano. Ciò ha infatti determinato un forte vantaggio per le banche tedesche e francesi, le cui plusvalenze sulle rilevanti esposizioni verso i titoli di Stato del proprio paese di residenza hanno generato risparmi rilevanti in termini di assorbimento patrimoniale (stimabili per i primi 2 gruppi bancari tedeschi in circa 6 miliardi di euro, a fronte di una richiesta finale di ricapitalizzazione di 8,5 miliardi di euro, e per i primi 3 gruppi bancari francesi in circa 10 miliardi di euro, a fronte di una richiesta di ricapitalizzazione di 3,6 miliardi di euro). Qualora i calcoli dell'EBA si fossero limitati a valutare le esposizioni verso i soli paesi realmente esposti

alla crisi del debito sovrano, le richieste di patrimonializzazione per le banche francesi e tedesche sarebbero state quindi notevolmente più elevate.

È poi importante sottolineare che l'EBA ha ritenuto di non estendere lo stesso approccio rigoroso previsto per i titoli di Stato anche alle attività finanziarie illiquide, quali ad esempio titoli strutturati e cartolarizzazioni. Anche questo aspetto ha finito per penalizzare le banche italiane, che hanno un'esposizione in titoli illiquidi pari solo al 6,8% del patrimonio di vigilanza, contro una media del 65,3% dei principali gruppi bancari europei.

Un ulteriore elemento che può creare disparità di trattamento fra banche operanti in diversi paesi riguarda le diversità del profilo di *business* degli istituti coinvolti nell'esercizio dell'EBA. Infatti, la disciplina sui requisiti patrimoniali assoggetta il rischio di credito ad un trattamento molto più severo e rigoroso rispetto al rischio di mercato; nel calcolo dei coefficienti patrimoniali tale circostanza può essere quindi fonte di penalizzazione per le banche più concentrate nei settori tradizionali del credito alle famiglie e alle imprese – quali appunto le banche italiane - rispetto alle banche più orientate nei settori del *trading* e dell'*investment banking*.

Infine, un aspetto di carattere generale riguarda la fissazione di una soglia di *core tier 1* al 9% particolarmente elevata (superiore a quella base del 7% prevista da Basilea III a regime a partire dal 2019). Pur assumendo una perfetta omogeneità tra paesi nelle modalità di calcolo del *core tier 1*, una soglia del 9% appare molto alta perché richiede alle banche notevoli sforzi di raccolta di nuove risorse in un contesto di forte turbolenza sui mercati. Inoltre, come prima illustrato, un forte incremento del *core tier 1* in un momento in cui molti paesi dell'Unione europea stanno entrando in una fase di recessione avrà effetti fortemente pro-ciclici, poiché induce le banche che non riescono a raccogliere nuove risorse sul mercato a ridurre l'offerta di credito e ciò potrebbe accelerare l'andamento del ciclo. Si tratta quindi di un approccio opposto a quello del *counter-cyclical buffer* di Basilea III, che prevede la costituzione di riserve di capitale aggiuntive nelle fasi positive del ciclo, per evitare effetti di surriscaldamento dell'economia, e non invece in quelle negative come richiede adesso l'EBA.

In questo quadro recessivo si innesta anche il rischio di revisioni al ribasso dei rating dei titoli del settore bancario che potrebbero ulteriormente amplificare le difficoltà di accesso al mercato dei capitali, determinando effetti potenzialmente destabilizzanti sul sistema finanziario.

3. Gli strumenti per il rafforzamento patrimoniale delle banche

Come prima evidenziato, le azioni di rafforzamento patrimoniale richieste dall'EBA devono oggi essere realizzate in una fase di fortissime turbolenze sui mercati finanziari che stanno avendo rilevanti effetti negativi sul sistema bancario.

La crisi del debito sovrano ha fortemente penalizzato i corsi azionari dei titoli bancari in tutte le economie avanzate. Le banche italiane, che pesano per un quarto della capitalizzazione di borsa, hanno registrato, a partire dall'inizio del 2011 ad oggi, una delle peggiori performance fra i paesi industrializzati, con un calo di circa il 38%, seguite dalle banche francesi, che hanno registrato un calo di circa il 35%, mentre le perdite sono state dell'ordine del 20% per le banche tedesche e inglesi. È diventato sempre più difficile, e in alcuni casi impossibile, l'accesso delle banche alla raccolta obbligazionaria, soprattutto per quelle appartenenti ai paesi con più gravi squilibri di finanza pubblica, così come si è sempre più rarefatta l'attività sul mercato interbancario, per via dell'aumento della percezione del rischio di controparte che spinge le banche a detenere eventuale liquidità in eccesso in deposito presso la BCE.

Le forti tensioni sul sistema bancario europeo hanno spinto la BCE ad adottare una serie di misure non convenzionali di politica monetaria, di natura del tutto eccezionale e senza precedenti a partire dalla nascita dell'euro, al fine di assicurare condizioni ordinate nella gestione della liquidità delle banche e nel rifinanziamento delle passività in scadenza.

Il rafforzamento patrimoniale richiesto dall'EBA può avvenire attraverso un processo di riduzione della dimensione dell'attivo o del suo grado di rischiosità, oppure attraverso un incremento del patrimonio di vigilanza, raccogliendo nuovo capitale di rischio sul mercato.

Se le banche dovessero scegliere di intervenire sull'attivo riducendo l'offerta di credito all'economia, l'adeguamento alla raccomandazione EBA rischierebbe di avere forti effetti pro-ciclici, innescando rischi di *credit crunch* che potrebbero portare gli impulsi recessivi che si prefigurano per il 2012 su livelli simili (o peggiori) di quelli del 2009. Il Fondo Monetario Internazionale stima, infatti, per l'area euro una contrazione del prodotto dello 0,5% per il 2012, mentre per l'Italia prevede una contrazione del 2,2% nel 2012 e dello 0,6% nel 2013. In assenza di adeguate misure di stimolo alla crescita, che dovrebbero affiancarsi alle politiche di consolidamento di bilancio, l'Europa dovrà

dunque fronteggiare una spirale negativa tra calo dell'attività produttiva e peggioramento delle finanze pubbliche, con effetti reali destinati a protrarsi nel tempo.

L'Italia si prepara dunque ad affrontare una difficile fase recessiva e il tasso di crescita degli impieghi bancari ha già incominciato a mostrare una marcata flessione (attestandosi negli ultimi mesi su valori vicini al 3%, largamente inferiori a quelli di inizio 2011). Recenti indagini evidenziano, inoltre, un forte aumento della quota di imprese che segnala un peggioramento delle condizioni di accesso al credito (nell'ultimo trimestre è aumentata la percentuale di imprese che si sono viste negare, in tutto o in parte, l'ammontare del finanziamento richiesto) e la *Bank Lending Survey* della BCE indica un irrigidimento dei criteri di erogazione dei prestiti alle imprese, soprattutto per effetto delle maggiori difficoltà di raccolta da parte delle banche.

Se gli interventi sull'attivo implicano l'accentuarsi di fenomeni di *credit crunch*, d'altro canto, il rafforzamento del patrimonio fondato sulla raccolta di nuove risorse attraverso aumenti di capitale è, in questa fase, un'opzione estremamente complessa e problematica, per i motivi che illustrerò di seguito.

In primo luogo, la realizzazione di consistenti aumenti di capitale entro la metà dell'anno crea un pericoloso effetto di sovrappollamento di richieste di risorse al mercato su di un ristretto arco di tempo in cui si concentrano ingenti scadenze di titoli pubblici (circa 186 miliardi di euro da febbraio a giugno 2012) e di obbligazioni bancarie (circa 79 miliardi di euro nello stesso periodo). Gli aumenti di capitale potrebbero dunque determinare pericolosi effetti di spiazzamento sulla stessa raccolta bancaria e sulla domanda di titoli di Stato.

Inoltre, in questa fase congiunturale, per tutti i motivi prima illustrati, gli investitori non sono disposti ad aumentare l'esposizione verso il settore bancario, a meno che le nuove azioni non siano offerte a prezzi significativamente più bassi di quelli di mercato (come è accaduto, ad esempio, nell'operazione effettuata da Unicredit sulla quale tornerò fra breve).

Gli aumenti di capitale con forte sconto rispetto al prezzo di mercato (altrimenti detti aumenti di capitale fortemente diluitivi) hanno maggiori probabilità di essere interamente sottoscritti ma possono avere un effetto coercitivo nei confronti degli azionisti esistenti (in particolare dei piccoli azionisti), costringendoli ad aderire per non dovere sopportare delle perdite. Infatti, l'emissione di nuove azioni a sconto riduce il valore delle azioni e questa perdita può essere compensata, per l'azionista che non vuole aderire all'aumento di capitale, dalla vendita dei diritti di opzione. Se il valore di mercato dei diritti di opzione è pari al valore teorico, la ricchezza dell'azionista che non

aderisce all'aumento di capitale non varia, poiché la riduzione di valore delle azioni è compensata esattamente dagli introiti derivanti dalla vendita dei diritti d'opzione. Tuttavia, poiché il valore di mercato dei diritti di opzione risulta sistematicamente inferiore al valore teorico (nel caso italiano si osservano valori mediamente inferiori del 15% nei primi giorni di negoziazione dei diritti fino al 50% nel periodo precedente l'offerta in borsa dei diritti inoptati), l'azionista che non aderisce all'aumento di capitale subisce una perdita.

In definitiva, in una fase congiunturale caratterizzata da precarie condizioni reddituali per le banche, gli aumenti di capitale, se effettuati a prezzi di mercato, sono inevitabilmente destinati all'insuccesso, mentre quelli fortemente diluitivi possono avere effetti coercitivi o risolversi in una penalizzazione degli azionisti di minoranza.

Più in generale, gli aumenti di capitale in opzione, qualora gli azionisti di riferimento delle banche non abbiano le risorse necessarie o non vogliano sottoscrivere integralmente la quota di loro competenza, possono portare a cambiamenti degli assetti di controllo e di *governance* non facilmente prevedibili a priori e che possono cogliere di sorpresa il mercato poiché diventano interamente trasparenti solo quando l'operazione si è conclusa.

Nel caso del settore bancario italiano, che attualmente ha una capitalizzazione molto ridotta rispetto alla media dei grandi paesi europei e rispetto alle disponibilità finanziarie di grandi investitori istituzionali, quali fondi sovrani e fondi di *private equity*, gli aumenti di capitale possono generare rischi di veri e propri cambi del controllo con l'ingresso nell'azionariato di soggetti con strategie di *business* e obiettivi industriali che non sono preventivamente esplicitati al mercato, come avviene invece in una normale scalata dove l'offerente è tenuto alla pubblicazione preventiva di un comunicato e poi di un documento d'offerta.

4. Le operazioni di rafforzamento patrimoniale nel contesto italiano

Le banche italiane interessate dalla raccomandazione dell'EBA avevano già avviato sin dai primi mesi del 2011 l'esecuzione di piani di rafforzamento del capitale al fine di rispettare i requisiti previsti dal nuovo Accordo di Basilea III: Intesa SanPaolo aveva effettuato un aumento di capitale per 5 miliardi di euro, il Banco Popolare per 2 miliardi, MPS per 2,1 miliardi e UBI per 0,9 miliardi. Ha fatto eccezione Unicredit, che aveva rinviato all'approvazione del nuovo piano industriale la decisione di ricorrere al

mercato del capitale di rischio, decisione poi effettivamente adottata nel novembre scorso.

L'aumento di capitale di Unicredit, pari a 7,5 miliardi di euro, ha evidenziato le criticità di cui ho accennato in precedenza, poiché il prezzo di emissione delle nuove azioni è stato fissato a un livello largamente inferiore a quello di mercato. L'operazione è andata complessivamente a buon fine. Tuttavia si è registrata una forte tensione ribassistica sui diritti di opzione, fenomeno peraltro accentuato dal fatto che anche alcuni azionisti rilevanti si sono trovati nella condizione di non poter sottoscrivere l'aumento e sono stati costretti a cedere parte dei diritti di opzione loro assegnati a un prezzo fortemente scontato rispetto al valore teorico.

Le altre banche italiane interessate dalla raccomandazione dell'EBA sembrano invece orientate a ricorrere a forme di rafforzamento patrimoniale alternative rispetto all'aumento di capitale. Alcuni interventi potranno riguardare l'ottimizzazione dell'attivo mediante la cessione di immobili e partecipazioni. Tali interventi riguarderanno probabilmente settori collaterali, quali il credito al consumo o il *factoring*, ovvero partecipazioni in società operanti in paesi ritenuti non più strategici. Tuttavia, data la perentorietà del termine entro il quale si deve dare seguito alla raccomandazione dell'EBA, è fondato il rischio che le dismissioni si concludano a condizioni economiche svantaggiose o che sia comunque difficile quantificarne *ex ante* gli introiti con un sufficiente grado di accuratezza.

Ulteriori misure potranno riguardare l'estensione dell'utilizzo dei modelli interni per la valutazione dei rischi ad una più ampia quota degli impieghi, ma saranno ammissibili solo se già concordate con l'Autorità di vigilanza precedentemente alla pubblicazione della raccomandazione dell'EBA. Questa opzione, che sembra sia percorribile per alcune banche italiane, potrebbe portare a ricalcolare su valori più bassi i livelli di patrimonio richiesti, senza quindi necessità di cedere attività o ridurre la dimensione dell'attivo.

Altri interventi complementari potranno prevedere la conversione in azioni di titoli privilegiati già in circolazione, ovvero l'emissione di nuove obbligazioni convertibili con caratteristiche tali da poter rientrare nel capitale regolamentare di più elevata qualità. Infine, le banche potranno rivedere la politica dei dividendi, attraverso la sospensione della distribuzione degli stessi o la loro erogazione sotto forma di azioni.

In questo contesto, l'introduzione di un sistema europeo di garanzia sulle passività bancarie a carattere mutualistico, come auspicato dall'EBA, faciliterebbe il processo di rafforzamento patrimoniale degli istituti bancari europei, allentando le

tensioni sui mercati della raccolta bancaria. Una simile iniziativa potrebbe inoltre limitare il processo di *deleveraging* legato alle necessità di rafforzamento patrimoniale, contenendo così l'impatto del peggioramento della congiuntura sull'offerta del credito ai settori produttivi e alle famiglie.

Tuttavia, gli ostacoli politici all'implementazione di una garanzia pubblica paneuropea sulle passività bancarie sembrano oggi insormontabili e alcuni paesi, tra cui recentemente anche l'Italia, hanno autonomamente concesso garanzie pubbliche a livello nazionale entro il limite sulle obbligazioni bancarie.²

La presenza di una garanzia statale sulle emissioni obbligazionarie potrebbe fare scendere il costo della raccolta fino ad un limite minimo dato dal tasso sui titoli di Stato. Alla luce dell'evidenza empirica in base alla quale molte banche italiane già nel 2011 hanno emesso a tassi inferiori ai titoli di Stato, sembrerebbe che le stesse possano trovare scarsa convenienza nel richiedere una garanzia statale sulle proprie emissioni. In tali circostanze, infatti, il costo della garanzia non sarebbe compensato da una riduzione del costo della raccolta.

Tuttavia, diverse banche italiane hanno richiesto ed ottenuto la garanzia su proprie emissioni obbligazionarie. A fine 2011, risultavano emesse obbligazioni garantite per oltre 50 miliardi di euro quotate sul mercato regolamentato MOT gestito da Borsa Italiana. E' probabile che le banche abbiano riacquistato interamente le obbligazioni garantite al fine di incrementare i titoli stanziabili presso la banca centrale, poiché tali obbligazioni non hanno mai fatto registrare scambi sul mercato. L'emissione di tali strumenti non deriva quindi dalla necessità di abbassare il costo del *fundings*, quanto piuttosto dal fatto che possono essere utilizzati come *collateral* nelle operazioni di rifinanziamento presso la BCE. L'accesso alla liquidità a basso costo fornita dalla banca centrale non è infatti illimitato, ma dipende dalla quantità di titoli stanziabili come garanzia nelle operazioni di rifinanziamento.

Come prima accennato, per far fronte alle notevoli difficoltà registrate nel mercato interbancario sul finire del 2011, la BCE ha adottato strumenti assolutamente atipici e non convenzionali di politica monetaria per incrementare l'offerta di liquidità al settore bancario, attraverso un programma di operazioni di rifinanziamento con scadenza a 3 anni e con un ampliamento della tipologia di garanzie utilizzabili. Il ricorso delle banche italiane alle operazioni di rifinanziamento a 3 anni è stato significativo e stimabile in circa 100 miliardi di euro (contro i 490 complessivi forniti dalla BCE) e

² Per l'Italia, l'art. 8 del decreto "Salva Italia" introduce la possibilità per le banche nazionali di emettere obbligazioni garantite fino al limite del patrimonio di vigilanza, ivi incluso il patrimonio di III livello.

l'eventuale mantenimento di tale liquidità per periodi di tempo non brevi sui conti della stessa BCE ha un costo opportunità molto elevato (le banche prendono i fondi all'1% mentre i conti presso la BCE sono remunerati allo 0,25%).

L'utilizzo di questa liquidità da parte degli istituti di credito italiani dovrebbe essere, in primo luogo, finalizzato a neutralizzare i rischi di rifinanziamento delle obbligazioni in scadenza, date le difficoltà e gli elevati costi di effettuare nuove operazioni di raccolta presso investitori istituzionali internazionali. L'ammontare delle obbligazioni bancarie in scadenza nel 2012 è pari a circa 180 miliardi di euro, di cui 50 miliardi collocati presso investitori istituzionali e i rimanenti 130 miliardi presso la clientela *retail* domestica; parte della liquidità fornita dalla BCE potrebbe essere utilizzata per rifinanziare i 50 miliardi di obbligazioni in scadenza presso investitori istituzionali, data la sostanziale chiusura di questo mercato nell'attuale fase congiunturale, mentre è verosimile ipotizzare che sia più semplice rifinanziare la raccolta presso il *retail*.

La liquidità rimanente potrebbe essere utilizzata per operazioni cosiddette di *liability management*, tramite il lancio di offerte pubbliche di riacquisto di titoli obbligazionari ibridi in circolazione, come quella annunciata recentemente da Unicredit e come diverse altre operazioni simili già realizzate da altre grandi banche europee nel corso del 2011. Tali operazioni sono finalizzate a realizzare un rafforzamento patrimoniale poiché generano delle plusvalenze computabili ai fini del calcolo del patrimonio di vigilanza.

La liquidità detenuta presso la BCE potrà dunque essere utilizzata per stabilizzare la raccolta obbligazionaria a medio e lungo termine e per rafforzare il patrimonio di vigilanza ed è verosimile che entrambe queste finalità abbiano un riflesso positivo sulla capacità di erogare nuovo credito e di espandere gli impieghi. Naturalmente, la liquidità in eccesso potrebbe essere utilizzata anche per la sottoscrizione di titoli pubblici e, in tal modo, le banche potrebbero sfruttare la differenza tra il rendimento e il costo del rifinanziamento presso la banca centrale (cosiddetti *carry trade*), andando a migliorare i propri margini reddituali.

5. Conclusioni

Le considerazioni sopra esposte non implicano naturalmente che oggi le banche debbano rinunciare a rafforzare la propria struttura patrimoniale. Si potrebbe però

riflettere sulla possibilità di consentire che le operazioni di patrimonializzazione, sia quelle relative ad aumenti di capitale, sia quelle di *asset management*, possano essere realizzate su di un arco temporale più ampio e con scadenze meno ravvicinate.

In primo luogo, ciò permetterebbe alle banche di portare a termine aumenti di capitale in fasi positive del ciclo di borsa, effettuando più facilmente operazioni di importo consistente e con ridotto effetto diluitivo. Operazioni recenti testimoniano infatti come il mercato azionario non sia in grado, nell'attuale fase congiunturale, di assorbire aumenti di capitale per importi rilevanti senza influire sull'ordinato andamento delle negoziazioni e di tutela dei piccoli azionisti.

Gli aumenti di capitale realizzati a metà del 2011 avevano comportato già allora uno sconto significativo sul prezzo di mercato. Successivamente si sono registrate ulteriori flessioni dei corsi dei titoli bancari, a causa dell'acuirsi delle tensioni sul debito sovrano italiano. Al momento attuale, dunque, la prospettiva di ulteriori aumenti di capitale fortemente diluitivi rischierebbe non solo di rendere più difficoltosa la raccolta di nuovo capitale da parte delle banche, ma di determinare quel clima di sfiducia tra gli investitori che potrebbe compromettere, in ultima analisi, l'attrattività del nostro mercato azionario.

In secondo luogo, una tempistica meno stringente potrebbe consentire alle banche maggiore flessibilità nel realizzare operazioni di cessioni di *asset* che richiedono tempi necessariamente lunghi, anche per la rilevanza degli importi in gioco, per essere definite e realizzate a condizioni non penalizzanti.

Infine, si allevierebbe il problema della sovrapposizione delle operazioni di aumento di capitale o di cessioni di *asset* con ulteriori operazioni, che pure si concentreranno nei prossimi mesi, legate al rifinanziamento del debito pubblico e della raccolta obbligazionaria delle stesse banche.

Un simile approccio consentirebbe di applicare regole rigorose senza contemporaneamente trascurare gli effetti che le misure adottate hanno sulla vita dei risparmiatori e delle imprese.

Tav. 1 – Banche quotate di alcuni paesi europei
(dati di fine periodo; valori monetari in miliardi di euro)

	2011			2010		
	capitalizzazione di mercato	totale attivo ¹	variazione annuale indice titoli bancari	capitalizzazione di mercato	totale attivo	variazione annuale indice titoli bancari
Italia	55,1	2.415,0	-44,0%	84,9	2.426,5	-30,3%
Francia	71,8	5.442,3	-44,5%	126,4	5.480,2	-15,3%
Germania	44,2	2.903,5	-31,5%	53,2	3.042,0	-8,5%
Regno Unito	206,6	7.097,4	-33,0%	296,3	6.771,5	3,5%
Spagna	112,7	2.562,3	-18,3%	131,5	2.321,0	-32,3%

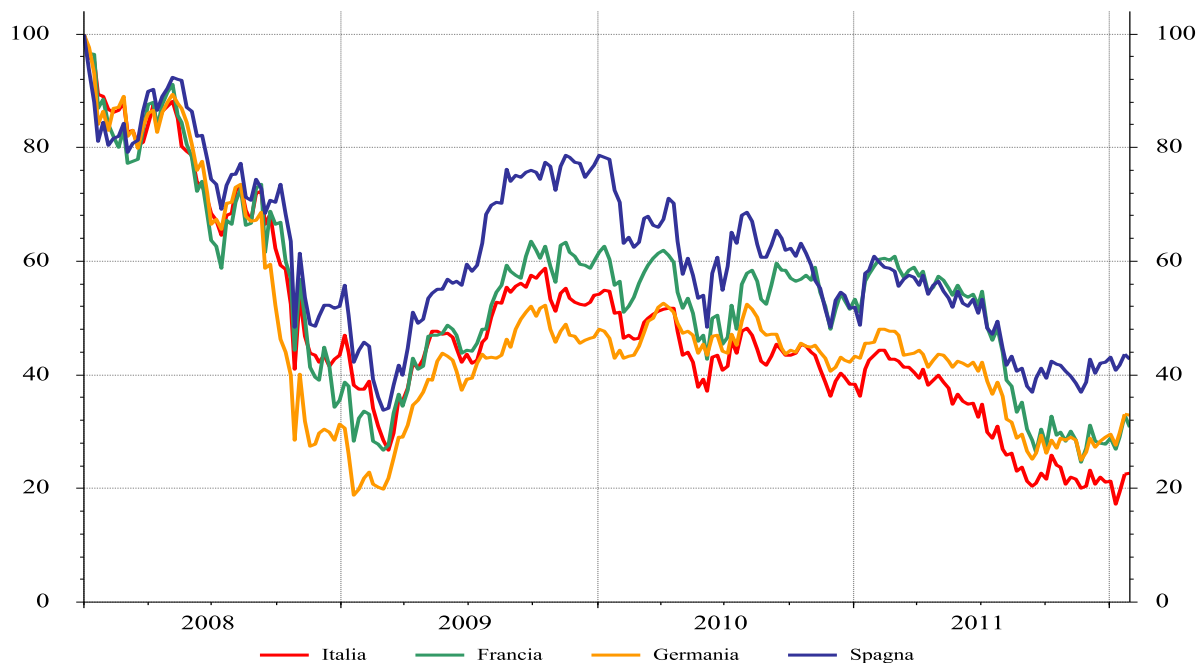
Fonte: Elaborazioni Consob su dati Thomson Reuters Datastream. ¹ Totale attivo riportato nelle relazioni semestrali del 2011.

Tav. 2 – Capitalizzazione di mercato e patrimonio aggiuntivo richiesto dall'EBA per le prime 5 banche italiane

	Unicredit	Intesa SanPaolo	Banca MPS	Banco Popolare	UBI Banca
Capitalizzazione al 31/12/2010	29.881	25.717	4.720	2.171	4.186
Capitalizzazione al 31/12/2011	12.396	20.957	2.732	1.764	2.855
Capitalizzazione al 31/01/2012	21.966	23.698	3.146	2.034	3.167
Deficit di capitale calcolato dall'EBA	7.974	0	3.267	2.731	1.393
<i>in rapporto alla capitalizzazione al 31/01/2012</i>	36,3%	0,0%	103,9%	134,3%	44,0%

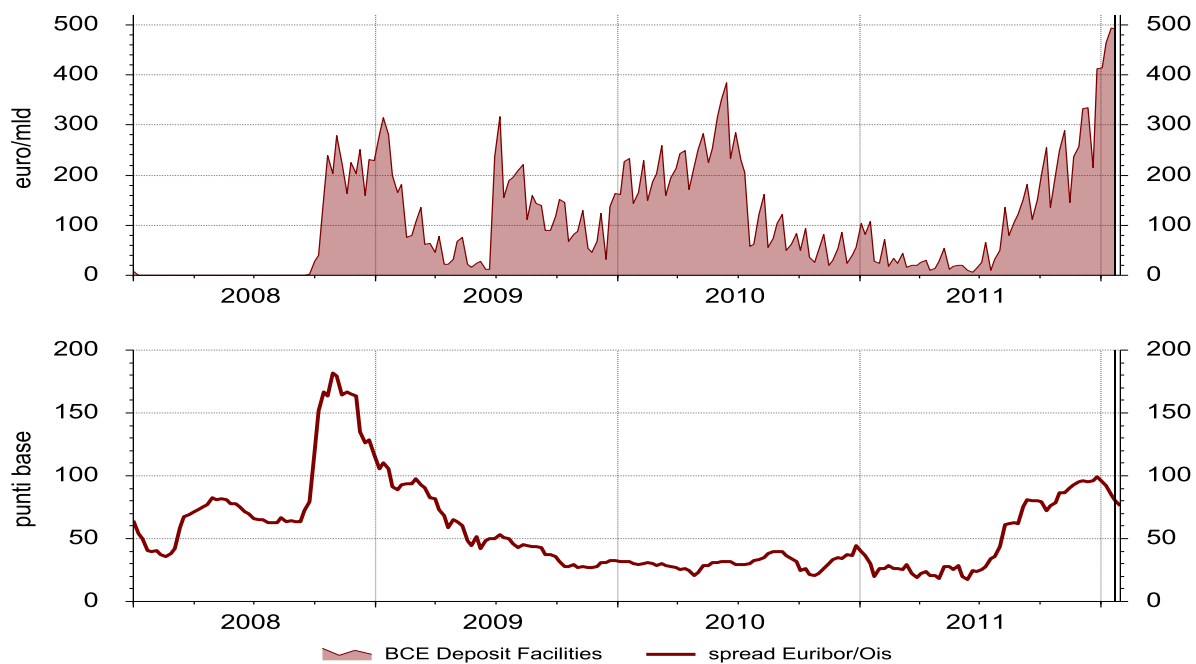
Fonte: Elaborazioni Consob su dati Thomson Reuters Datastream e EBA.

Fig. 1 – Andamento degli indici del settore bancario in alcuni paesi europei
(dati giornalieri; 01/01/2008=100)



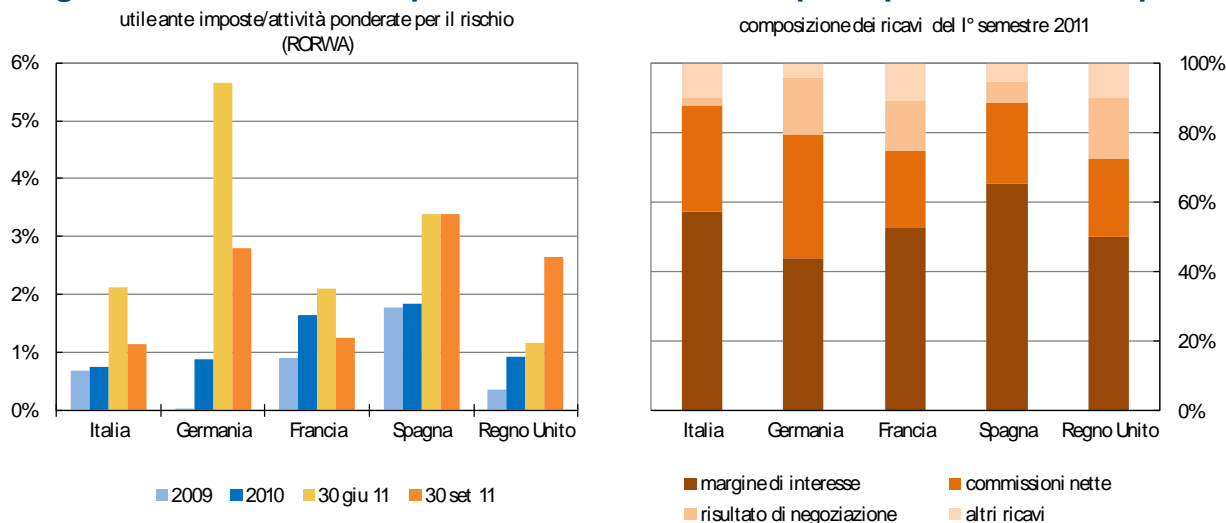
Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Fig. 2 – Indicatori di stress del mercato interbancario



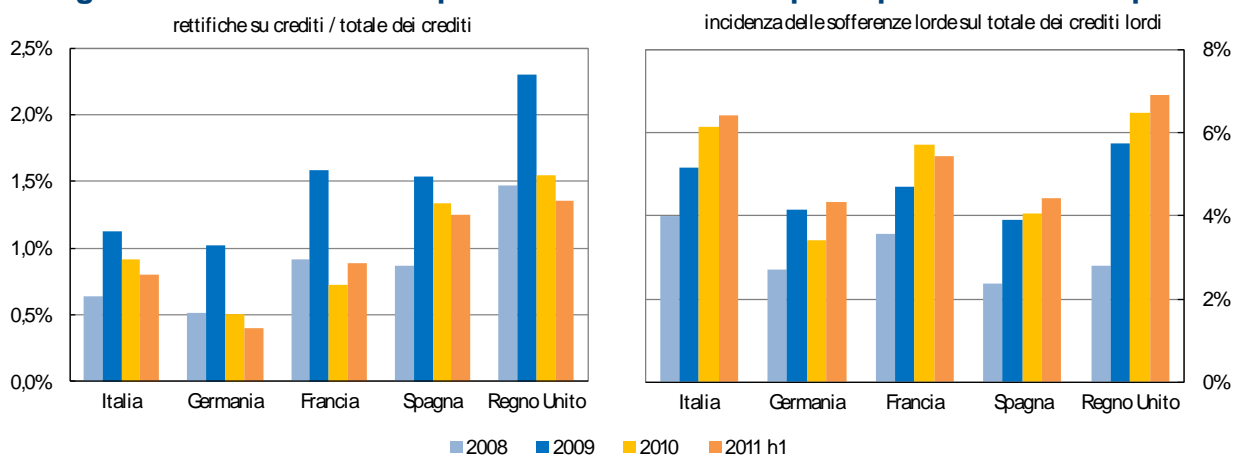
Fonte: Thomson Reuters Datastream.

Fig. 3 – Redditività e composizione dei ricavi delle principali banche europee



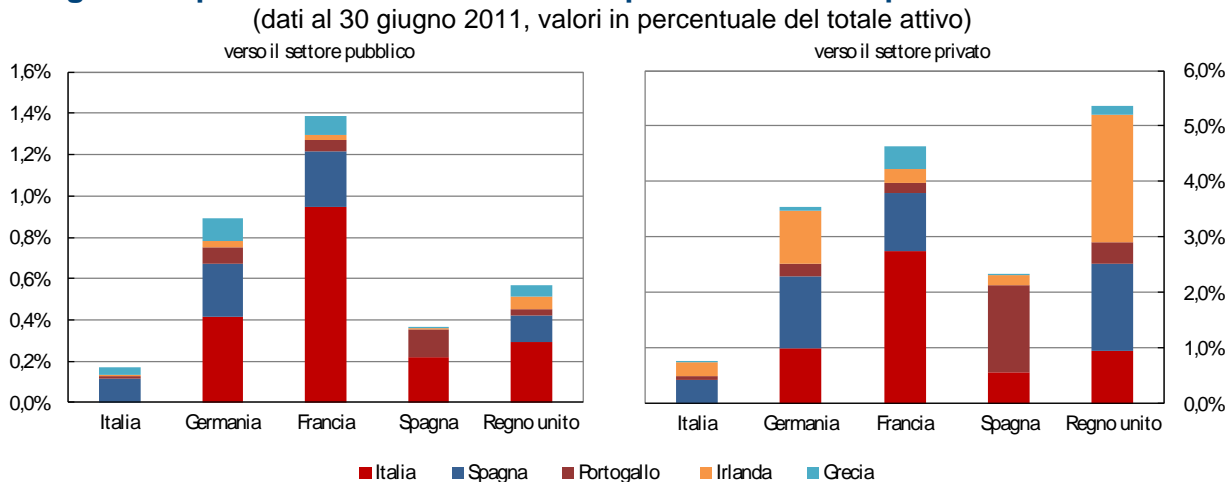
Fonte: Risk Outlook Consob n. 3 – dicembre 2011.

Fig. 4 – Evoluzione della qualità del credito delle principali banche europee



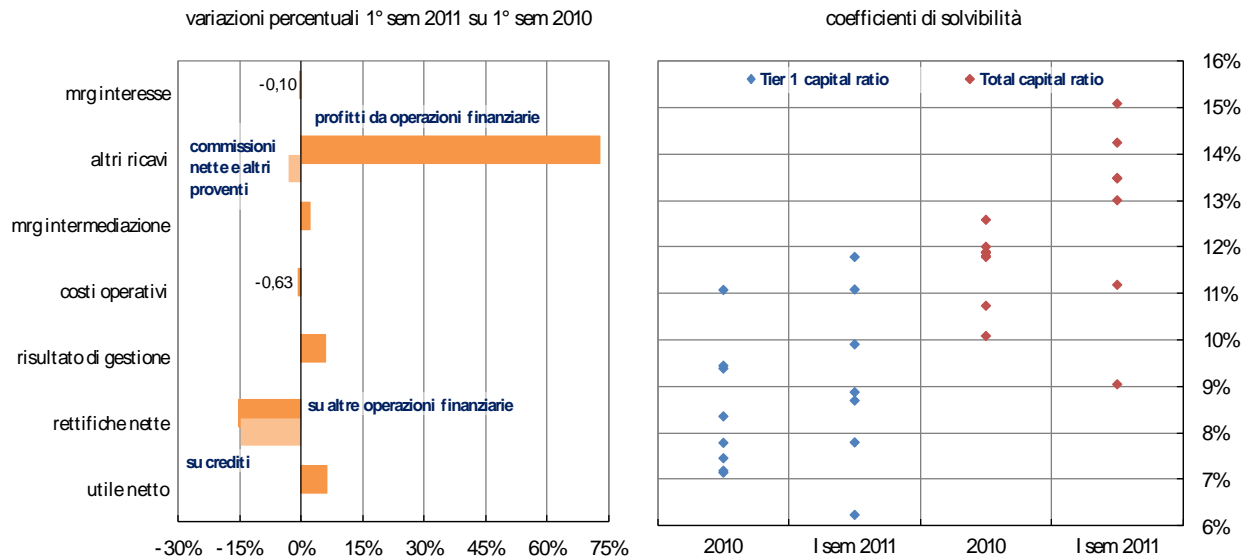
Fonte: Risk Outlook Consob n. 3 – dicembre 2011.

Fig. 5 – Esposizione delle banche europee verso alcuni paesi dell'Area euro



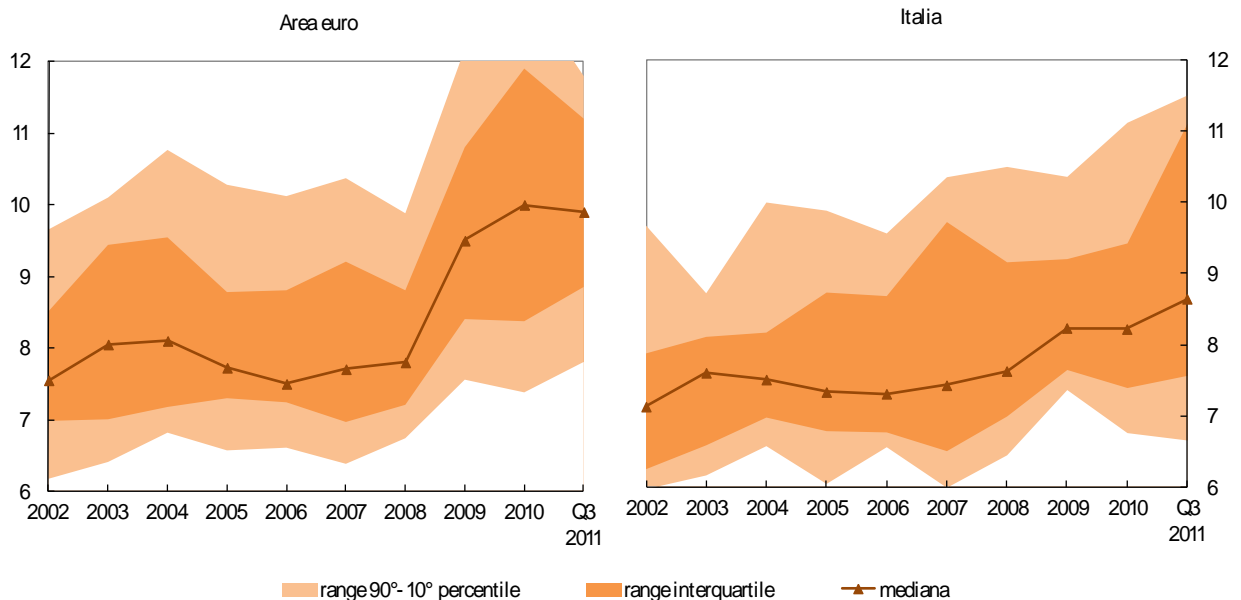
Fonte: Risk Outlook Consob n. 3 – dicembre 2011. Sono escluse le esposizioni verso il paese di origine.

Fig. 6 – Conto economico e coefficienti di solvibilità dei principali gruppi bancari italiani



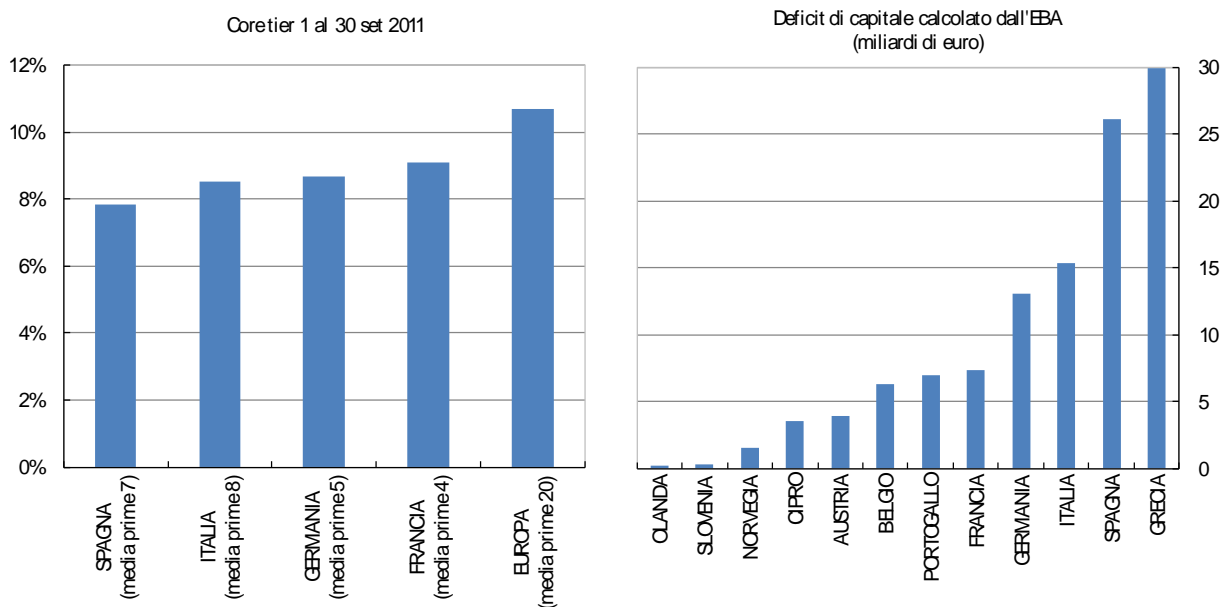
Fonte: Risk Outlook Consob n. 3 – dicembre 2011.

Fig. 7 – Livello di patrimonializzazione delle banche quotate



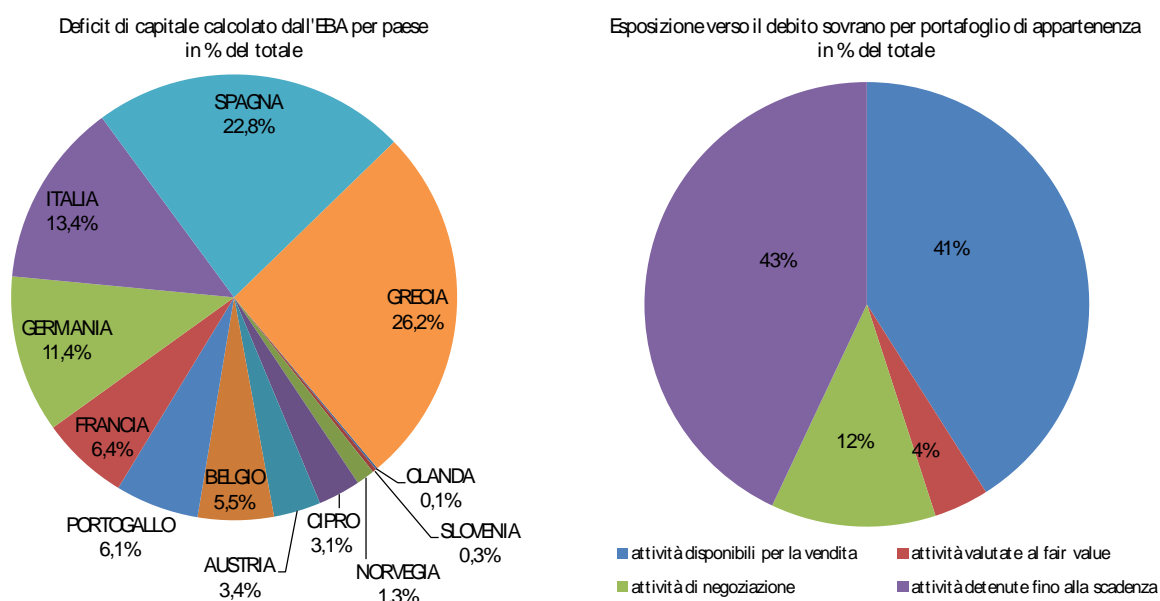
Fonte: Risk Outlook Consob n. 3 – dicembre 2011.

Fig. 8 – Livelli di patrimonializzazione e deficit di capitale delle principali banche europee



Fonte: elaborazioni Consob e dati EBA.

Fig. 9 – Deficit di capitale ed esposizioni verso il debito sovrano delle principali banche europee



Fonte: EBA.