

**Senato della Repubblica**  
**XIV Commissione Permanente (Politiche dell'Unione Europea)**

**Atto Senato n. 1721**

**Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione  
di altri atti dell'Unione Europea - Legge di Delegazione Europee**

**Memoria relativa ad audizione effettuata in data 26 maggio 2020**

**Prof. MASSIMILIANO MARZO<sup>1</sup>,**  
**Dipartimento di Scienze Aziendali,**  
**Università di Bologna**

---

<sup>1</sup> Dipartimento di Scienze Aziendali, Università di Bologna. Via Capo di Lucca, 34 – 40126 Bologna.  
[massimiliano.marzo@unibo.it](mailto:massimiliano.marzo@unibo.it), Tel.: 051-2098091.

## Sommario

<b>1. Introduzione</b> .....	3
<b>2. Il contesto di riferimento</b> .....	4
<b>3. Il Burden Sharing</b> .....	7
<b>4. Il principio di proporzionalità</b> .....	11
<b>5. Le sfide del futuro</b> .....	16
<b>6. Alcune riflessioni critiche</b> .....	21
<b>7. Conclusioni</b> .....	25
<b>Bibliografia</b> .....	26

## 1. Introduzione

Ringrazio il Presidente e la Commissione per l'invito a esprimere le mie valutazioni in merito al disegno di Legge n. 1721, concernente il recepimento nell'ambito dell'ordinamento nazionale di importanti provvedimenti legislativi riguardanti l'assetto del settore bancario e finanziario. In particolare, l'interesse dello scrivente si concentrerà sugli articoli che incidono maggiormente sulle modifiche della disciplina di regolamentazione prudenziale delle banche e delle imprese di investimento (articolo 10); le regole riguardanti la gestione dell'assorbimento delle perdite delle banche e delle imprese di investimento (articolo 11), nonché la disciplina relativa ai fondi europei per il venture capital e imprenditoria sociale (articolo 16).

La struttura della delega riguarda alcuni provvedimenti: una direttiva con l'aggiunta di un regolamento concernenti la regolamentazione prudenziale di banche e aziende di investimento; inoltre, una direttiva e un regolamento riguardanti la disciplina delle crisi di banche e di imprese di investimento, nonché un regolamento sui fondi di venture capital e imprenditoria sociale e relativi gestori. Annesso al pacchetto regolamentare vi è anche un regolamento concernente le commissioni applicate ai pagamenti transfrontalieri.

La direttiva in oggetto (2019/878, denominata anche CRD V) e il regolamento UE 2019/876 (CRR-II) si inseriscono in un contesto regolamentare che ha subito profondissime evoluzioni a partire dalla crisi finanziaria del 2008 e hanno il ruolo di inserire requisiti aggiuntivi nelle regole applicabili al complesso delle norme che si sono succedute a seguito della crisi finanziaria del 2008.

Infatti, la CRD V apre ad una serie di considerazioni assai innovative in materia di regolamentazione bancaria: in modo riassuntivo, possiamo evidenziare come tali innovazioni siano rappresentate essenzialmente da due aspetti fondamentali riguardanti l'introduzione di un principio di proporzionalità nell'attività di supervisione delle banche piccole (*small and non complex institutions*), tenendo in considerazione alcuni aspetti relativamente ai requisiti patrimoniali di Secondo Pilastro (*Pillar 2*). Ulteriori elementi di novità si segnalano nella possibilità di rendere più flessibile l'utilizzo della riserva di capitale a copertura del rischio sistemico, permettendone un'applicazione ad un sottoinsieme di esposizioni e per fronteggiare una componente di rischi macroprudenziali più ampia, che non siano coperti da altre riserve già previste dalla normativa.

Essenzialmente, dunque, la Direttiva ha lo scopo di aprire una riflessione sul ruolo delle banche a minore impatto sistemico. In quanto segue, analizzeremo il contesto e i provvedimenti in esame alla luce dell'evoluzione del contesto di mercato e regolamentare.

## 2. Il contesto di riferimento

Per entrare in una serie di valutazioni più approfondite, è opportuno riflettere sul contesto di riferimento all'interno del quale la direttiva e i provvedimenti in esame si collocano. La vorticosa crescita degli aspetti normativi e regolamentari che hanno caratterizzato il periodo a partire dalla grave crisi finanziaria del 2008/2009 ha costruito un impianto molto articolato che, tra i vari obiettivi di natura macroprudenziale, si prefigge di limitare i rischi di propagazione dei rischi derivanti dalle crisi bancarie.

Tra gli aspetti rilevanti e largamente discussi, vi è la tematica relativa al c.d. *'bail in'*, e le procedure di risoluzione delle banche. Tale normativa trova la sua ragion d'essere nella necessità di evitare che gli oneri relativi al salvataggio e alla ricapitalizzazione delle banche vada a carico dei bilanci pubblici.

Prima di procedere, vale la pena di ricordare con attenzione quali siano i requisiti di capitale relativamente alle banche, richiesti dalla normativa.

Il contesto di riferimento considera due tipologie di capitale: Tier 1 e Tier 2.

Il Tier 1 comprende il capitale di qualità più elevata e deve essere utilizzato come elemento di garanzia per l'assorbimento di perdite immediate. La direttiva CRD IV impone un livello minimo di capitale, chiamato CET 1 (*Common Equity Tier 1*) non inferiore al 4,5% delle attività ponderate per il rischio (o, *Risk Weighted Assets*, RWA). Essenzialmente, questo livello di capitale è riservato agli strumenti di capitale 'puro', vale a dire azioni e apporti di capitale diretti.

Esiste una componente aggiuntiva rispetto a questo livello di capitale, chiamato *'Additional Tier 1'* (denominato AT1) che consiste di strumenti assimilabili al capitale primario, ovvero strumenti di capitale molto simili alle azioni, senza una scadenza. In questa categoria di strumenti possono rientrare anche obbligazioni che posseggano una clausola di conversione in azioni. Tutti gli strumenti finanziari rientranti in questa categoria devono poter essere convertiti in azioni ordinarie se il valore soglia del CET 1 rispetto alle attività ponderate per il rischio, cade al di sotto di un livello. Tali strumenti, in caso di insolvenza, hanno una posizione gerarchica superiore rispetto agli azionisti, ma sono subordinati rispetto ai titoli rientranti nel capitale di tipo Tier 2, creditori privilegiati e depositanti. In rapporto alle attività ponderate per il rischio, il totale degli *assets* Tier 1 più Additional Tier 1, non deve essere inferiore al 6 per cento: il CET 1 non inferiore al 4,5 per cento più il 1,5 per cento di AT1.

Le componenti di capitale rientranti nel Tier 2 hanno la finalità di inserire un buffer addizionale di capital al fine di fornire un'ulteriore salvaguardia per creditori privilegiati e depositanti in caso di una situazione di insolvenza. Nell'ambito del contesto offerto dalla regolamentazione 'Basilea 3', il Tier 2 è composto da strumenti subordinati ed ibridi con una scadenza non inferiore ai cinque anni. Qualora all'atto dell'emissione tali strumenti abbiano una scadenza superiore ai cinque anni, potranno rientrare all'interno del Tier 2, solo quando la scadenza residua sia cinque anni. Ovviamente, in caso di liquidazione gli strumenti che appartengono al Tier 2 sono gerarchicamente superiori rispetto a quelli presenti nel Tier 1. La Direttiva CRD IV ha posto un livello minimo di strumenti rientranti nel Tier non inferiore al 2 per cento delle attività ponderate per il rischio: in questo modo, il livello di capitale comprendente Tier 1, AT 1, e Tier 2, somma ad una percentuale non inferiore all'8 per cento delle attività ponderate per il rischio.

Esistono ulteriori requisiti di capitale. Si tratta di buffer addizionali di capitale che vanno sotto le seguenti classificazioni:

- a) la riserva di conservazione del capitale (*Capital Conservation Buffer*): viene richiesto di detenere un livello aggiuntivo di capitale di tipo Tier 1, pari al 2,5 per cento delle attività ponderate per il rischio. La CRD IV dà margini di discrezionalità molto limitati alle autorità di vigilanza nazionali per intervenire su questo livello di capitale.
- b) la riserva di capitale anticiclica (*Countercyclical Capital Buffer*): questo requisito di capitale deve essere accumulato in fasi positive del ciclo, per poter poi essere in grado di assorbire perdite in fasi negative del ciclo. Tale componente di capitale è espresso in una percentuale delle attività ponderate per il rischio (RWA) tra 0% e 2,5%, su base trimestrale.

Le principali differenze tra il requisito di conservazione del capitale e quello anticiclico sono essenzialmente riassumibili nella seguente tabella:

Riserva Conservazione del Capitale	Riserva Anticiclica
<b>2,5% delle RWA</b>	<b>0-2,5% delle RWA</b>
<b>Fissa</b>	<b>Variabile</b>
Obiettivo: costruire riserve di capitale al di fuori dei periodi di stress, che possono essere utilizzate in periodi di stress	Obiettivo: attenuare crescita eccessiva del credito, per assicurare livelli di capitale adeguati nel settore bancario
Non discrezionale	Discrezionale: la percentuale è decisa dalle autorità nazionali
Conseguenze per banche che non adempiono all'obbligo	Estensione alla Riserva di conservazione del capitale
	Le autorità nazionali preannunciano la decisione di elevare il requisito della riserva nei 12 mesi anteriori

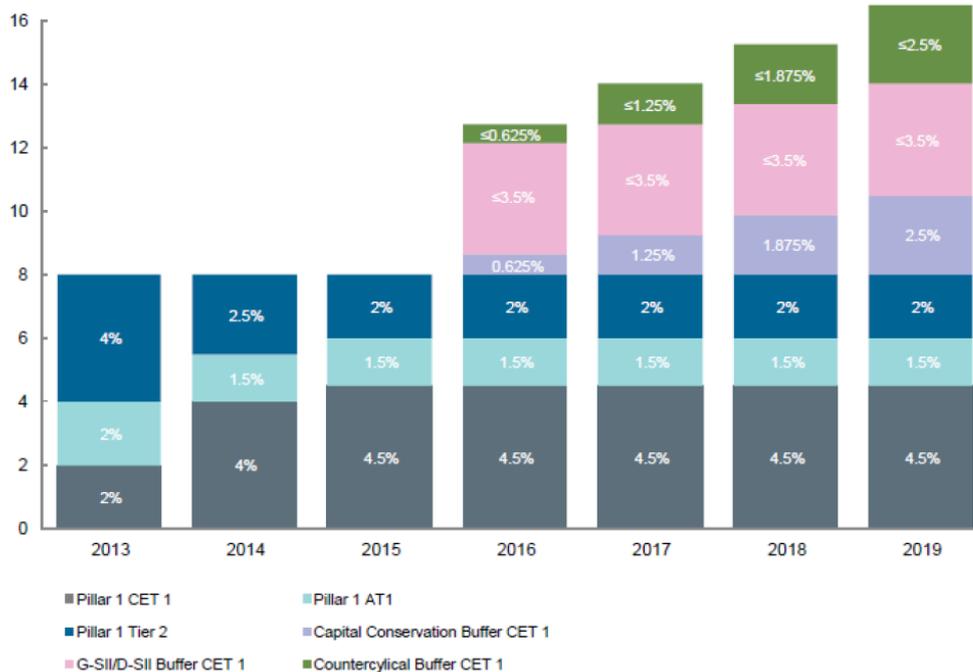
**Tabella 1:** Caratteristiche riserve aggiuntive di capitale

- c) Riserva per Banche di Importanza Sistemica Globale (*Global Systemic Institution Buffer*, o *G-SIIs buffer*) e Riserva per Altre Istituzioni di importanza sistemica (*Other Systematically Important Institutions Buffer*, *O-SIIs buffer*). Tale componente aggiuntiva di capitale è riservata alle istituzioni di rilevanza sistemica globale che, in ragione delle loro caratteristiche devono detenere dosi addizionali di capitale al fine di prevenire e ridurre al massimo grado elementi di rischio di propagazione globale. I coefficienti di riserva vanno da un 1% al 3.5% delle attività ponderate per il rischio per le banche G-SIIs, mentre per le O-SIIs il requisito è pari al 2 per cento delle RWA.
- d) Riserva per il Rischio Sistemico (*Systemic Risk Buffer*): le autorità nazionali di vigilanza possono introdurre un altro requisito addizionale di capitale al fine di mitigare i rischi sistemici di natura non-ciclica, che possono interessare una specifica nazione. La riserva per rischio sistemico deve essere almeno pari all'1 per cento delle attività ponderate per il rischio e deve essere coperta da capitale di primaria qualità dello stesso tipo utilizzato per la copertura del requisito CET1.

I requisiti di capitale così descritti sono destinati alla copertura del Primo Pilastro. Nell'ambito del Secondo Pilastro (*Pillar 2*), vi sono ulteriori requisiti di capitale. In questo contesto, i livelli di capitale aggiuntivi rientranti nei requisiti di Secondo Pilastro, sono fissati in osservanza alle risultanze dello SREP, *Supervisory Review and Evaluation Process*, che prevede un requisito che va dallo 0 al 2 per cento delle attività ponderate per il rischio, da coprirsi con capitale primario di classe CET 1, sulla base dei risultati della *Asset Quality Review* sulle banche.

A partire dal 2016, il requisito di Secondo Pilastro risultante dall'*assessment* SREP è composto di due parti: la prima è un requisito di secondo pilastro destinato a coprire rischi sottostimati e non coperti dal Primo Pilastro. Il secondo è il requisito '*Guidance*', (o P2G) che rappresenta un ammontare di capitale necessario che deve essere mantenuto dalla banca a copertura di eventi di scenario di stress, come risultato vero e proprio della *Asset Quality Review*. Dei due requisiti, solo il primo è obbligatorio, mentre il secondo è in funzione del risultato delle prove di stress. In ogni caso, il requisito P2G può essere considerato come elemento discriminante che, se non soddisfatto, può impedire alla banca di distribuire dividendi.

La struttura di capitale delle banche a seguito della direttiva CRD IV è rappresentata nella Figura 1.



**Figura 1:** Struttura di capitale delle banche, come previsto dalla CRD IV-CRR, da Allen and Overy.

Il Terzo Pilastro concerne una serie di requisiti relativi al rischio di mercato e all'informativa al pubblico.

### 3. Il Burden Sharing

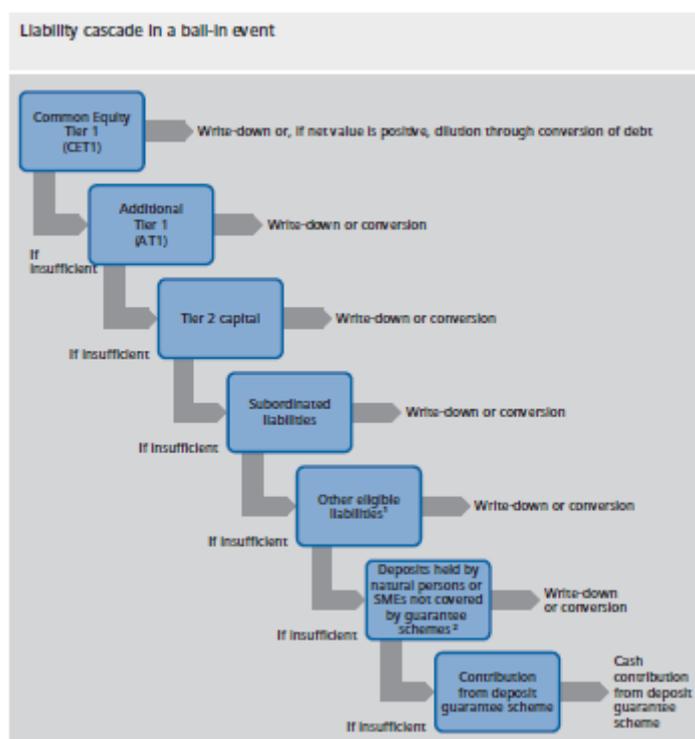
Perché questa digressione sul capitale? Esso è il punto di partenza della discussione che segue, in quanto il passo logico immediatamente successivo è rappresentato da quanto contenuto nella Direttiva 2019/878.

A questo punto, giova effettuare un approfondimento sulla Direttiva BRRD - Bank Recovery and Resolution Directive, adottata nel 2014. In base alla BRRD si sono adottate una serie di regole che permettono di gestire una banca in una situazione di crisi, minimizzando l'impatto sul sistema finanziario. La direttiva fissa una serie di requisiti volti a creare le condizioni per un'ordinata procedura di risoluzione. In quanto segue non ci concentreremo sugli aspetti più squisitamente procedurali, ma ci soffermiamo sui presidi di capitale che sovrintendono al *bail-in*.

La ratio sottostante a questo insieme di procedure consiste nel creare una serie di presidi in modo da limitare l'impatto sul sistema economico di problematiche relative al fallimento di una banca. Si tratta, in essenza, del complesso di normative che sovrintendono al c.d. '*burden sharing*', che comprendono una serie di regole e requisiti di capitale che fanno sì anche

specifiche categorie di creditori/sottoscrittori di titoli emessi dalla banca sopportino una parte delle perdite che si realizzano a seguito di una situazione di stress della banca stessa. Viene stabilita una gerarchia dei titoli sottoposti alla procedura di *bail in*: le azioni e il capitale primario facente parte del CET1 sono i titoli che devono essere in grado di assorbire per prima le perdite, seguite da strumenti ibridi di capitale e da strumenti di debito.

Per dare un'idea più compiuta, abbiamo rappresentato nella Figura 2, un esempio di assorbimento delle perdite in un contesto molto semplificato che rappresenta l'applicazione del *bail in* al caso di una banca in una condizione di stress. Nell'esempio, ivi rappresentato si esamina in caso di una banca che abbia sofferto una serie di perdite severe dal lato delle attività che vengono assorbite in primo luogo dal capitale e poi dalle svalutazioni sul debito subordinato. La ricapitalizzazione successiva avviene tramite la riconversione in capitale di passività subordinate e non, fino ad un ammontare necessario a ristabilire i requisiti di capitale iniziali. La parte di perdite non coperta dagli strumenti esclusi dal *bail-in* può essere trasferita al *Single Resolution Fund* per accedere al supporto garantito da fondi pubblici.



**Figura 2:** Schema di assorbimento delle perdite in caso di risoluzione.  
Fonte: Deutsche Bundesbank.

Per aver accesso all'intervento pubblico è necessario che il *bail in* sia applicato ad una percentuale non inferiore all'8 per cento del totale delle passività dell'istituzione bancaria, significando con ciò che la banca in difficoltà deve almeno dimostrare di avere un assorbimento di perdite non inferiore al totale dell'8 per cento delle passività.

E' molto importante comprendere la gerarchia del *bail in*. In una fase di *bail in*, in effetti, è ragionevole immaginare che il valore del capitale ricompreso nel CET1 possa subire delle modifiche - essendo composto da azioni, mentre il capitale rientrante all'interno degli aggregati AT1 e T2, composti prevalentemente da strumenti di debito, tenderà a mantenere il valore di libro durante l'attuazione della procedura di risoluzione. Tale aspetto spiega la ragione per cui l'emissione di titoli di debito subordinato rappresenta un aspetto tendenzialmente preferenziale, in alternativa alla classica emissione obbligazionaria.

Per questo motivo, in numerosi paesi europei sono state inserite diverse categorie di strumenti di debito privilegiato, *senior*. In particolare, in Francia il governo ha introdotto, a partire dal gennaio 2017, la distinzione tra due diverse categorie di strumenti *senior*: obbligazioni *senior preferred* e *senior non-preferred*. I titoli *senior non-preferred* si collocano nella gerarchia del *bail in* immediatamente dopo le passività subordinate e prima del debito *senior*. Tali strumenti devono avere una scadenza minima di un anno, non devono essere prodotti strutturati e devono avere un livello di subordinazione più elevato rispetto ad ogni altra forma di passività non subordinata o debito *senior* durante l'effettuazione di una procedura di liquidazione o *bail in*.

In Spagna, è stata introdotta una nuova categoria di titoli, definita come strumenti di Tier 3, che hanno le medesime caratteristiche dei titoli *senior non-preferred* varati in Francia.

Anche in Italia, con la legge di bilancio 2018 è stata introdotta la medesima tipologia di strumenti finanziari, denominati *non-preferred senior*: essi sono titoli non garantiti (*unsecured*), *senior* rispetto a titoli non subordinati, ma subordinati (*junior*) rispetto a obbligazioni *senior preferred*. La scadenza di questi titoli non deve essere inferiore ad un anno, non devono contenere derivati e devono collocarsi ad un livello inferiore rispetto a titoli non garantiti *senior*, ma più elevato rispetto a passività subordinate.

La gerarchia di subordinazione può essere rappresentata attraverso la Figura 3: in cima alla piramide ci sono gli strumenti di capitale più liquidi e immediatamente interessati in caso di risoluzione bancaria. Ad esempio, nel caso di crisi, la prima tipologia di capitale interessata è certamente data dal livello di capitale di primaria qualità o CET1. A seguire, vengono le altre tipologie di capitale, quali quelle ricomprese in AT1 e T2. Dopodiché le perdite vengono assorbite da passività subordinate. Prima del debito *senior preferred*, si inseriscono a questo punto le nuove tipologie di strumenti finanziari, quali il debito *senior non preferred* recentemente introdotto in vari ordinamenti dei paesi membri dell'Eurozona. A seguire, vi è la classica categoria di debito *senior* e, infine, i depositi: come è noto, i depositi in capo alle imprese e quelli in capo alle persone fisiche aventi entità superiore ai 100.000 Euro, entrano nella gerarchia del *bail-in*, vengono invece esclusi tutti gli altri.



**Figura 3:** La gerarchia delle passività soggette a bail-in.

L'articolazione di tali strumenti finanziari nella gerarchia del bail in e la contestuale introduzione di nuove tipologie di strumenti finanziari, si giustifica a seguito dell'inserimento di un ulteriore tipologia di requisito patrimoniale dato da MREL e da TLAC.

In particolare, il MREL o *Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities*, è un requisito patrimoniale aggiuntivo rispetto a quelli considerati in precedenza, dal momento che è necessario che la banca disponga di fondi sufficienti per avviare effettivamente la procedura di risoluzione in modo ordinato, senza causare alcuna forma di contagio per il resto del sistema economico e, al tempo stesso, possa disporre anche di fondi sufficienti per il ripristino delle attività *in bonis*.

Il MREL è espresso come una percentuale del totale delle passività e dei fondi propri: il numeratore è composto da una serie di strumenti finanziari che possono rientrare nella procedura di *bail-in*. Rimane comunque a discrezione degli stati membri considerare determinate tipologie di passività che possono essere escluse dal bail-in.

Essenzialmente, il MREL deve consistere di tutte le passività che possono essere ricomprese nel *bail in*. I criteri che devono possedere i titoli che rientrano all'interno del MREL sono i seguenti: i) i titoli devono essere emesse e completamente versate; ii) non devono essere detenuti, garantiti o assicurati dall'emittente medesima; iii) non devono essere finanziati né direttamente né indirettamente dall'emittente; iv) devono avere una scadenza residua di un anno; v) non devono contenere o essere il risultato di una conversione di un derivato; vi) non devono provenire da depositi che abbiano un ruolo preferenziale nella gerarchia di insolvenza.

Il MREL di fatto è composto di due parti: i) una parte definita *Loss Absorption Amount* (LAA) che insiste sul bilancio corrente, ed è rappresentata da quei fondi in grado di assorbire le perdite in caso di dissesto; ii) un ammontare necessario per la ricapitalizzazione, o *Recapitalization Amount*

(RCA), composto dei fondi necessari a permettere alla banca di riavviare le proprie attività, a seguito di un episodio di bail in, con l'obiettivo di ricostituire il capitale ai livelli previsti dalla normativa.

Il *Single Resolution Board* (SRB) ha recentemente introdotto un criterio temporaneo di MREL informativo, come target intermedio, composto dalla LAA più RCA con l'aggiunta del *Market Confidence Charge*, o MCC, che rappresenta l'ammontare per la banca in via di risoluzione necessario a non disporre di un limite di capitale inferiore ai vincoli regolamentari, in caso vi siano ulteriori perdite. Il *Single Resolution Board* ha fissato tale limite ad un livello pari alla somma del buffer di capitale (dato dalla somma delle riserve per la conservazione di capitale) meno un livello pari a 125 punti base.

Un requisito diverso - ma applicabile solo alle banche di rilevanza sistemica, è il TLAC: *Total Loss Absorbing Capacity*. Tale criterio è definito come il minimo ammontare di capitale e passività che deve essere necessario ad assorbire le perdite e ricapitalizzare la banca in caso di una procedura di risoluzione. Il TLAC è stato fissato ad un livello pari al 16% delle attività ponderate per il rischio (RWA) fino al 2022, oltre il cui termine sarà richiesto un livello del TLAC pari al 22 per cento delle RWA.

E' importante ricordare che il capitale primario CET1 può essere contato sia per il soddisfacimento del requisito MREL che per il vincolo di capitale regolamentare. Viceversa, il capitale CET1 non può essere conteggiato due volte sia per soddisfare il criterio TLAC che il vincolo di capitale: ciò significa che il livello CET1 deve esser prima di tutto utilizzato per soddisfare il livello TLAC e solo dopo le riserve di capitale addizionale: se una banca non possiede un livello di debito subordinato sufficientemente elevato per completare il requisito TLAC dovrà utilizzare il livello di capitale presente nelle riserve di capitale primario per ottemperare a tale obbligo.

In generale, il requisito MREL per banche non aventi rilevanza sistemica coincide quasi completamente con il requisito di capitale. Più complessa invece la situazione del TLAC.

In quanto segue intendiamo ora concentrarci sulle implicazioni di tali normative anche alla luce dell'evoluzione del mercato del credito europeo.

#### **4. Il principio di proporzionalità**

Come riferito in Joosen et al (2018), nel 2017 nell'Eurozona vi erano residenti circa 5,063 banche con un totale di 1,95 milioni di dipendenti. Riguardo al totale degli assets, va segnalato che 120 banche detengono circa l'82 per cento del totale degli asset bancari, mentre il rimanente 18 per cento è detenuto da un gruppo formato all'incirca da 4900 banche.

In base alla classificazione del *Single Supervisory Mechanism*, (SSM), il primo gruppo di banche rappresentate le c.d. *Significant Institutions* ('SI'), ovvero istituzioni dimensionalmente significative, mentre il secondo gruppo, rappresenta le LSI, ovvero le *Less-Significant Institutions* ('LSI'). La maggioranza

delle banche appartenenti al gruppo LSI sono localizzate in Germania (circa 1600), Austria (circa 500) e Italia (circa 420).

Il bilancio medio delle LSI va da un livello di asset pari a 1,20 milioni di Euro fino ad un livello pari a 200 milioni di Euro per l'Austria e 400 milioni per l'Italia.

Un caso particolare è rappresentato dall'Olanda che dove le LSI posseggono una dimensione media pari a circa 1.65 milioni di Euro, con un numero di banche pari a 30 LSI. In altri stati, il numero delle banche è modesto, ma il livello medio del bilancio è più elevato rispetto a quanto considerato in Italia, Germania e Francia.

Di fatto, dunque, lo schema regolamentare vigente ha suddiviso il sistema bancario in due parti. Ciò a rafforzamento del principio di proporzionalità che è già presente nella Direttiva 2019/878 in fase di recepimento.

È infatti opportuno, prevedere un continuo rafforzamento del principio di proporzionalità, contribuendo a determinare un sistema bancario diviso in due parti (o *two-tier*): nel quale, i requisiti regolamentari sono rimodulati e riadattati alle caratteristiche delle banche più piccole. In tale modo, sarà possibile disporre di una maggiore flessibilità nell'adozione dei requisiti regolamentari, migliorando la struttura concorrenziale.

È importante sottolineare come la BRRD adotta il principio di proporzionalità nell'Articolo 1 e nell'Articolo 4. Tale principio ci è di particolare aiuto nella calibrazione del MREL per le banche più piccole, dove non è richiesto un ammontare ulteriore dovuto alla ricapitalizzazione necessaria nello scenario post-risoluzione.

Non è più differibile l'adozione di un principio di proporzionalità nella regolamentazione bancaria. L'occasione del recepimento della direttiva permette di avviare concretamente qualche iniziativa in questa direzione.

Il punto di partenza è rappresentato dall'impatto che la regolamentazione bancaria ha sulla concorrenza. In base alla normativa Basilea 3, la ponderazione degli *asset* nella valutazione degli accantonamenti di capitale ha provocato un importante impatto distorsivo sulla concorrenza. È noto, infatti, che secondo Basilea 3, i modelli di valutazione di rischio di credito di tipo 'interno' (o *Internal Rating Based*, IRB) sono basati su un modello articolato e complesso che deve riflettere il rischio del portafoglio crediti della banca.

La definizione di un modello IRB necessita di un importante sforzo in termini di costo di realizzazione e di mantenimento. Evidentemente, solo le grandi banche possono permettersi di intraprendere un sistema di rating basato su di una modellistica così complessa. Il problema però si presenta al momento della valutazione degli assorbimenti patrimoniali: per fronteggiare la stessa entità di rischio di credito (per esempio concedendo un prestito al medesimo soggetto e del medesimo ammontare), la piccola banca deve accantonare quote di capitale dieci volte più elevate rispetto alle banche di maggiore dimensione. Evidentemente, la conseguenza di questo stato di cose è che la banca di maggiori dimensioni potrà avvantaggiarsi di maggiori quote di mercato, solo perché può utilizzare un modello di rating che permette minori assorbimenti patrimoniali.

Un'indagine condotta da Ernst and Young per il Lussemburgo nel 2016 ha rilevato come le spese per investimenti in ambito *compliance* da parte delle banche assommano ad un 35 per cento del complesso dei costi di investimento. Tale ammontare arriva al 51 per cento del totale dei costi di investimento se si considerano le banche di minori dimensioni. Ciò evidentemente lascia poco spazio per investimenti volti ad espandere le linee di business. I costi legati alla *compliance* contengono una forte componente legata alle economie di scala: le banche di maggiori dimensioni sono avvantaggiate rispetto a quelle più piccole.

Pertanto, se da un lato la forte spinta regolamentare che ha caratterizzato il mercato bancario europeo, ha permesso di porre sotto un maggiore controllo i rischi, dall'altro ha inserito elementi di distorsione della concorrenza. E' infatti evidente la forte tendenza al consolidamento nel settore bancario e *dell'asset management*, giacché la regolamentazione e l'enfasi a tutti gli aspetti di *compliance* interessano tutti gli intermediari finanziari, non solo gli istituti di credito.

Molte banche e Società per la Gestione del Risparmio (S.G.R.) di minori dimensioni sono uscite fuori dal mercato, come conseguenza di quanto testé discusso, con implicazioni radicali sulla struttura di mercato, che tende ad accentrarsi attorno a banche e istituzioni finanziarie di maggiori dimensioni.

Da questo punto di vista, la Direttiva 2019/878 inserisce qualche timido principio in materia di proporzionalità, lasciando di fatto ai singoli stati la possibilità di intervenire nella rimodulazione di alcuni aspetti.

Si ritiene che sia ormai maturo il momento di avviare un percorso in modo da migliorare l'approccio regolamentare in modo da far salvo sia l'esigenza di mantenimento del controllo del rischio a livello macroeconomico, sia quella di preservare un principio di concorrenza tra gli intermediari finanziari. È chiaro che l'assenza di concorrenza nel settore del credito rischia di produrre effetti assolutamente deleteri nei confronti del cittadino e delle piccole e medie imprese.

Il passo preliminare per avviare una riflessione in tal senso, è rappresentato certamente dalla classificazione delle banche, partendo dalla suddivisione del sistema bancario in due gruppi. Come suggerito in Joosen et al. (2018), si suggerisce di definire una precisa metodologia per allocare le banche appartenenti all'uno o all'altro gruppo, sulla base di due aspetti fondamentali, riguardo alla i) complessità; ii) assenza di rilevanza sistemica. La dimensione dell'attivo della banca può essere utile come prima approssimazione.

Concretamente, tale approccio può sostanziarsi nella possibilità di intervenire, laddove possibile, insieme alla autorità nazionali di regolamentazione, per avviare *best practices* che siano rispettose delle esigenze di controllo del rischio e di stabilità finanziaria e della flessibilità necessaria al fine di non cagionare un profondo mutamento nell'assetto concorrenziale del mercato.

Le banche di minori dimensioni rischiano di dover affrontare difficoltà molto più pesanti rispetto alle banche più grandi nel momento in cui dovranno adeguarsi alla normativa, con evidenti distorsioni sul mercato, dal momento che i costi di regolamentazione inseriscono uno svantaggio competitivo, riducendo la pluralità nel settore bancario.

Il principio di proporzionalità è un elemento fondamentale nella promozione di un pluralismo nella gestione dell'impresa bancaria che può rendere il sistema bancario più resiliente. In questo senso, il principio di proporzionalità agisce come un meccanismo di salvaguardia nel tutelare le banche minori da un eccessivo carico di adempimenti regolamentari.

E' però opportuno chiarire meglio cosa si intenda per principio di proporzionalità applicato alla regolamentazione bancaria. Ciò non implica assolutamente che le banche di minori dimensioni debbano detenere quote di capitale inferiore a quelle che caratterizzano le banche più grandi, o che il complesso della regolamentazione per tali banche sia meno stringente. Ciò che si intende sottolineare, piuttosto, è che le banche di minori dimensioni devono poter godere di un sistema di regolamentazione diverso, in modo da bilanciare più attentamente i costi e i benefici, senza che ciò vada a detrimento della loro capacità di rimanere competitive e di fornire credito al sistema economico, con particolare riguardo alle piccole e medie imprese e alle comunità locali.

Come abbiamo sottolineato in precedenza, il meccanismo di risoluzione bancaria e di tutta la regolamentazione costruita attorno ad esso ha come finalità quella di evitare fenomeni di azzardo morale da parte delle banche e al tempo stesso di evitare effetti di *spillover* verso tutta l'economia, provenienti dalla crisi di una singola banca. La costruzione della gerarchia del *bail in* è di vitale importanza, dal momento che, in caso di risoluzione bancaria, rischia di privilegiare alcuni creditori a scapito di altri.

E' opportuno riflettere sul fatto che il meccanismo di risoluzione comporta strumenti di controllo e gestione della crisi che hanno squisitamente un ruolo 'ex post', ma che necessitano di una pianificazione 'ex-ante'. Ciò che può essere ottimale 'ex-ante', potrebbe non esserlo 'ex-post', in caso di gestione effettiva della risoluzione e di applicazione del meccanismo del *bail in*.

Esistono tuttavia alcuni punti interpretativi riguardo al MREL molto delicati che sono stati posti in evidenza, ad esempio da Lamandini e Munoz, (2020). Tra i punti degni di nota, ne segnaliamo due: i) la complessità nel meccanismo di subordinazione; ii) calcolo dei requisiti MREL intra gruppo bancario.

Sul primo aspetto, la regolamentazione relativa al MREL non esplicita chiaramente i diversi meccanismi di subordinazione. Al contrario del TLAC, che, invece, esplicitamente prevede una serie di meccanismi di subordinazione più complessi che tengano conto di una maggiore e più complessa articolazione di un gruppo bancario.

In questo senso, possono essere evidenziati almeno tre tipologie di subordinazione: i) contrattuale, quando uno specifico strumento di debito è esplicitamente subordinato ad altri strumenti di debito ordinario in caso di insolvenza; ii) subordinazione statutaria, quando si specifica, a livello statutario,

quale livello di debito è esplicitamente subordinato rispetto ad altre tipologie di debito; iii) subordinazione strutturale, nel momento in cui, all'interno di un gruppo bancario operano entità legali (*subsidiaries*) che hanno una relazione con una entità capogruppo che detiene tutti gli strumenti di capitale e di debito subordinato in grado di far fronte alle necessità di un eventuale bail in. Tutto ciò significando che ci sono potenziali conflitti o frizioni tra passività potenzialmente utilizzabili a fini di *bail in* ed altra tipologia di passività.

Per il secondo aspetto, riguardante il calcolo dei requisiti MREL infra-gruppo, la regolamentazione associata al MREL prevede un calcolo dei requisiti patrimoniali sia a livello consolidato che a livello di singola entità individuale, senza prevedere alcuna regola di allocazione efficiente di capitale tra controllata e controllante, con il rischio conseguente di duplicazioni di quote di capitale regolamentare.

A tale proposito, giova sottolineare quanto deciso nell' *Appeal Panel* del *Single Resolution Board* (SRB) nella decisione riservata al caso n.8/2018, si evidenzia come sebbene le regole di calcolo del MREL forniscano un metodo chiaro per il calcolo del capitale e dei livelli di debito, cionondimeno, vi possono essere dubbi interpretativi su molteplici aspetti che possono poi sfociare in tensioni tra la singola banca e l'autorità di risoluzione. Il caso in esame ha poi portato a determinare due punti molto importanti: i) un livello minimo pari all'8 per cento del passività totali e fondi propri (TLOF, *Total Liabilities Including Own Funds*), come livello minimo di fondi necessario a fronteggiare il bail in, possa essere eottemperato non solo attraverso passività rientranti nei requisiti MREL, ma anche con altre passività non necessariamente qualificabili come strumenti utili a soddisfare i requisiti MREL, purchè queste ultime non siano strumenti escludibili dalla procedura di *bail in*.

Il secondo punto assai rilevante riguarda la calibrazione del MREL, per il quale si deve tenere conto di un principio di proporzionalità che riguardi con attenzione diversi aspetti dell'istituzione in esame: primo tra tutti il modello di business, il mercato di riferimento, la dimensione e, non ultimo il contesto macroeconomico riguardante il paese al quale la banca appartiene o risiede la maggior parte del suo business. E' proprio in risposta a questo appello che nel 2019 la direttiva BRRD2 ha sancito effettivamente come le risorse necessarie per soddisfare il requisito MREL devono essere almeno pari all'8 per cento del totale delle passività e dei fondi propri (TLOF), a meno di particolari e specifiche condizioni determinate dalle autorità nazionali di vigilanza.

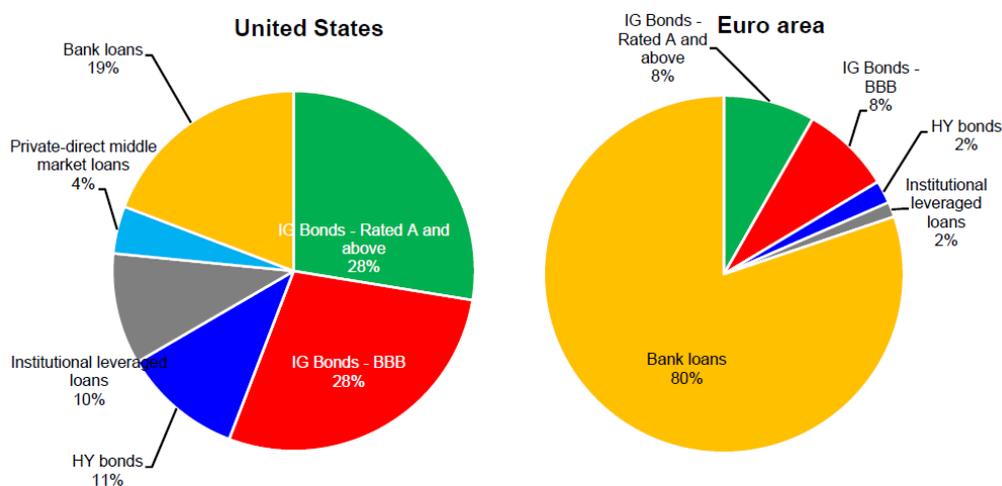
Esistono comunque ancora diversi aspetti che necessitano di chiarimenti a livello normativo europeo, per giungere ad una maggiore armonizzazione in relazione alle clausole di subordinazione associate agli strumenti potenzialmente utilizzabili per il soddisfacimento del requisito MREL, al fine di ridurre i conflitti nella gerarchia del *bail in*, in special modo se riferiti a divergenze adottate a livello legislativo dai vari stati membri in relazione alla diverse clausole di subordinazione associate a diversi strumenti di debito. Si rinvia, per una disamina ancora più accurata a Lamandini e Munoz (2020)

## 5. Le sfide del futuro.

Il requisito MREL sarà pienamente operativo a partire dal 2024. Ma qual è la situazione del sistema economico finanziario in relazione a questi (ed altri) sviluppi della normativa ?

Il mercato del debito bancario si svilupperà in Europa in modo molto impetuoso. Ciò è anche (ma non solo) la conseguenza del diverso approccio considerato in Europa in merito agli strumenti di debito: negli USA, ad esempio, sono le imprese a ricorrere in maniera importante al mercato del debito, attraverso parecchie emissioni di diversi tipologie di titoli di debito. In Europa, invece il mercato del debito è essenzialmente formato da obbligazioni bancarie.

La figura 4 mostra la proporzione di finanziamento per le imprese industriali non finanziarie in funzione dei diversi strumenti utilizzati.



**Figura 4.** Strumenti di finanziamento per le imprese industriali non finanziarie negli Stati Uniti e Area dell'Euro.

Fonte: Deutsche Bank Global Research elaborazione su dati Bloomberg Finance, IMF e DB Global Research.

I dati in Figura 4 mostrano come l'80 per cento delle fonti di finanziamento delle imprese industriali europee proviene dal credito bancario, in Europa, a differenza degli USA, dove, invece il credito rappresenta solo il 19 per cento. Negli USA le imprese sono emettitrici di titoli *Investment Grade* con rating BBB, per ben il 28 per cento del totale dei finanziamenti. In più, le emissioni di titoli 'High Yield' (o ad alto rendimento, con conseguente maggior rischio) raggiungono ben l'11 per cento del totale dei finanziamenti. Il complesso dei titoli emesso da imprese europee come strumento di finanziamento non supera il 20 per cento.

Il mercato europeo delle obbligazioni 'corporate' è, pertanto, essenzialmente formato da titoli emessi da banche. Come si è detto sopra, è come se la scelta dell'Europa sia stata speculare rispetto agli USA, quando si è adottato lo schema regolamentare nel quale si trova la direttiva in esame per il

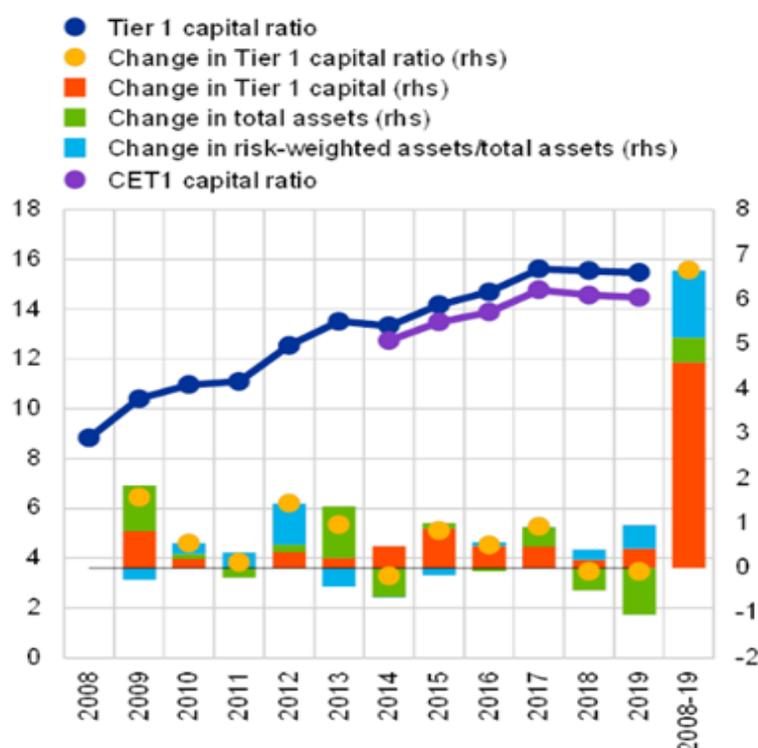
recepimento: a livello di ordinamento generale, si incentiva l'emissione di obbligazioni bancarie, piuttosto che societarie, dal momento che si è scelto che le imprese si finanzino in grande prevalenza attraverso il debito bancario.

Le caratteristiche del mercato obbligazionario bancario europeo sono descritte in una molteplicità di fonti, tra le quali, la Relazione sulla Stabilità Finanziaria, pubblicata semestralmente dalla Banca d'Italia.

L'emissione di debito subordinato è quasi raddoppiata nel corso degli ultimi anni. E' tuttavia molto importante considerare che tali tipologie di debito siano potenzialmente una fonte di contenzioso tra emittente, collocatore sul mercato *retail* e singolo investitore in presenza di eventuali criticità, allorquando la clausola di subordinazione possa essere effettivamente diventare operativa.

Una percentuale attorno al 15% del totale del debito subordinato emesso nell'area dell'Euro è denominato in una valuta diversa dall'Euro, con forte prevalenza del dollaro. Altra evidenza informale raccolta Alvaro et al. (2017), mostra come una parte importante di debito subordinato (circa il 26 per cento) è emesso da filiali di gruppi bancari internazionali, localizzati in diverse giurisdizioni. Ciò evidenzia chiaramente come sia assolutamente importante monitorare le emissioni che avvengono in giurisdizioni diverse in modo da armonizzare i requisiti di capitale sotto un'unica forma giuridica e societaria.

Riguardo al complesso della capitalizzazione del settore bancario in Europa, possiamo esaminare i dati riportati nella Figura 5.



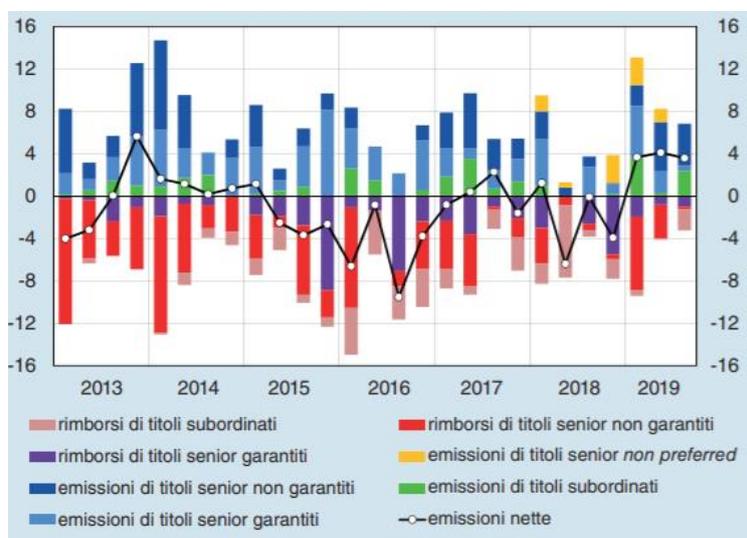
**Figura 5.** Capitalizzazione Banche Europee: Tier 1 ratio e strumenti di capitalizzazione. Fonte: *Financial Stability Review*, European Central Bank, Maggio 2020. Dati ed elaborazioni a cura della Banca Centrale Europea.

La linea continua superiore nella Figura 5 mostra l'evoluzione del Tier 1 per le banche europee: dal grafico è evidente come le banche abbiano proceduto ad una ricapitalizzazione molto importante nel corso degli ultimi dieci anni circa.

E' però interessante comprendere come questo rafforzamento patrimoniale si sia realizzato: se si osserva l'ultimo istogramma sulla destra, notiamo come la maggiore proporzione della crescita del Tier 1 è dovuto ad aumenti di capitale di alta qualità. In seconda posizione vi è la variazione del rapporto tra attività ponderate per il rischio (*Risk Weighted Asset*) rispetto al totale delle attività. Ciò significa che l'obiettivo di capitale assegnato dal Regolatore è stato realizzato attraverso iniezioni di capitale di primaria qualità, ma anche attraverso una riduzione del rapporto delle attività ponderate per il rischio (crediti verso clientela e titoli).

Da questi dati si può facilmente arguire come il passo successivo per il soddisfacimento dei requisiti di capitale definiti da MREL e TLAC saranno prevalentemente ad opera di strumenti finanziari con vari livelli di subordinazione, diversi dal capitale di primaria qualità.

Per quanto riguarda l'Italia, l'evoluzione della struttura di indebitamento bancario nel corso del tempo è rappresentata nella Figura 6.



**Figura 6.** Capitalizzazione Banche Europee: Tier 1 ratio e strumenti di capitalizzazione. Fonte: Financial Stability Review, European Central Bank, Maggio 2020. Dati ed elaborazioni a cura della Banca Centrale Europea.

Dalla Figura 6 si nota chiaramente a partire dalla fine del 2018 lo stock di emissioni nette (nuove emissioni meno rimborsi) è quasi quadruplicata, con una proporzione importante di obbligazioni di titoli senior non garantiti e senior

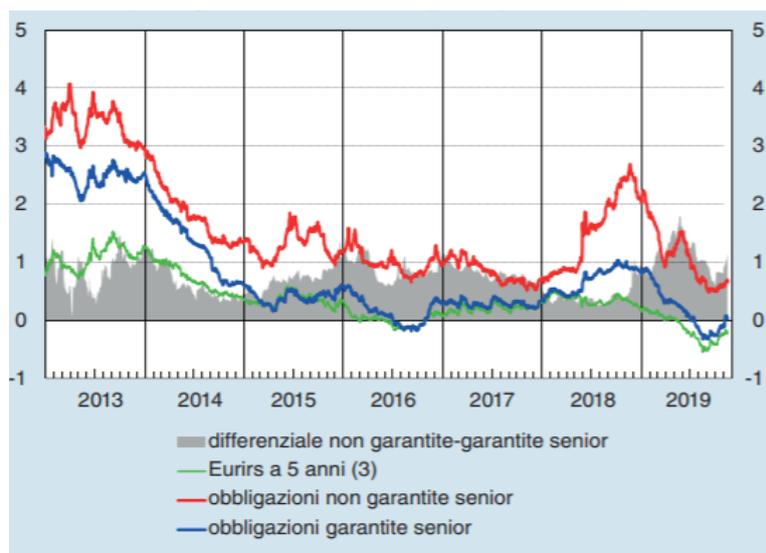
*non-preferred*. Ciò implica un progressivo avvicinamento del sistema bancario verso il soddisfacimento del requisito MREL.

E' evidente che la crescita di offerta di obbligazioni subordinate e non ha un effetto immediato sul rendimento delle medesime: il primo rischio di cui si deve tener conto, infatti, consiste infatti nel fatto che la necessità di ottemperare al requisito MREL potrebbe avere come conseguenza un innalzamento degli oneri di finanziamento. Per trovare maggior disponibilità all'acquisto, i rendimenti offerti sui titoli devono necessariamente aumentare. Dal punto di vista empirico, tale fenomeno è già riscontrabile nei dati. Sulla base dell'evidenza riportata nel Rapporto sulla Stabilità Finanziaria del maggio 2020, dal quale abbiamo estrapolato il grafico riportato nella Figura 7, nella quale sono rappresentati i tassi di interesse sulle emissioni di varie tipologie di debito bancario, nonché il differenziale tra obbligazioni non garantite e garantite senior. Il grafico evidenzia chiaramente come nel corso del 2019 il differenziale tra tali obbligazioni si è allargato in maniera consistente, a riprova del fatto che una maggiore offerta può essere soddisfatta solo con una crescita dei rendimenti, con un conseguente aggravio di costi di finanziamento per le banche.

E' allora evidente che banche con un più facile accesso al mercato internazionale dei capitali potranno avvantaggiarsi di tassi di interesse più bassi rispetto a banche più piccole, con possibilità di accedere ad un mercato di capitali essenzialmente domestico.

Ciò ovviamente aggiunge un ulteriore fattore che gioca un ruolo potenzialmente anti-concorrenziale: banche più grandi (G-Sibs, o O-SIIs) possono approvvigionarsi a tassi relativamente più bassi rispetto a banche di minori dimensioni. Pertanto, dati i costi di *compliance* (come già discusso in precedenza), tale situazione genera un vantaggio competitivo a favore delle banche di maggiori dimensioni che risulta essere difficilmente colmabile.

Siamo di fronte ad un classico esempio di un *trade-off*: la regolamentazione permette un maggiore controllo dei rischi macro-prudenziali, ma, come effetto secondario, genera una riduzione del grado di concorrenza nel settore, attraverso un aggravio di costi di regolamentazione e compliance che può essere assorbito solo attraverso una dimensione di business elevata.



**Figura 7.** Tassi di interesse su debito bancario con diverso grado di seniority, Rapporto sulla Stabilità Finanziaria, Banca d'Italia, maggio 2020.

E' allora evidente che in un contesto del genere, anche il quadro macroeconomico di un determinato paese può influire in maniera determinante sul costo di approvvigionamento di fondi da parte delle banche. Ciò è ancor più rilevante per l'Italia: con un debito pubblico elevato che, alla luce delle recenti vicende relative al Covid 19, vedrà assestarsi ad un livello attorno al 170 per cento sul PIL, come da più parti segnalato.

Tale situazione caratterizza un costo di finanziamento del debito pubblico maggiore che negli altri paesi dell'area dell'Euro, evidenziato dai differenziali di rendimento sui titoli di stato con scadenza 10 anni. Tale differenziale si riverbera almeno nella stessa proporzione anche sul costo di finanziamento del debito subordinato emesso dagli istituti di credito, col risultato che esso sarà inevitabilmente maggiore per una banca italiana rispetto ad una banca appartenente a paesi dell'area Euro con un minore costo di finanziamento del debito, come la Francia, la Germania o l'Olanda.

Evidentemente, ciò genera uno svantaggio competitivo per banche italiane che, potenzialmente può aprire a operazioni *cross border* di finanza straordinaria (fusioni e acquisizioni) messe in opera da operatori europei di grandi dimensioni, più liquidi e con maggiori opportunità di accesso al mercato dei capitali internazionali con costi competitivi.

Per questi motivi, risulta davvero cruciale il periodo di transizione per una completa adozione del requisito MREL e TLAC. A ciò si aggiunga la necessità di tenere conto - nella calibrazione del requisito MREL - anche del quadro macroeconomico di ciascun paese, in modo da limitare gli effetti anti-competitivi della regolamentazione bancaria.

## 6. Alcune riflessioni critiche

Data la situazione testé descritta è ora opportuno avviare una serie di riflessioni critiche relativamente ai provvedimenti regolamentari contenuti nel provvedimento in esame.

Un primo elemento di riflessione critica è relativo al fatto che il requisito di capitale MREL è calcolato in maniera deterministica, assumendo che il meccanismo di risoluzione in presenza di una crisi bancaria sia l'unica strada che possa essere messa in atto, a seguito di uno shock negativo che colpisca una determinata istituzione bancaria e/o finanziaria. Esiste infatti un cosiddetto 'punto di non ritorno' o '*point of no viability*' (PONV), che è il momento rispetto al quale la banca deve avviare una procedura di risoluzione o liquidazione, che, se raggiunto, può dar luogo a meccanismi di risoluzione della crisi differenti rispetto a quanto programmato *ex-ante*, sia dalle autorità di vigilanza che dagli organi di governo della banca medesima.

Se, infatti, la liquidazione della banca come conseguenza di una procedura di insolvenza, sia la strada naturale, è evidente che l'ammontare di capitale MREL necessario ad una procedura di ricapitalizzazione post-risoluzione, diviene ridondante. Ciò a meno che l'autorità di vigilanza non ritenga che la procedura di liquidazione non sia sufficiente a garantire tutti i creditori e i clienti. In sostanza, si tratta di comprendere se e come sia possibile garantire un meccanismo di coordinamento tra condizioni di risoluzione *ex-ante* ed *ex-post*. In questo senso, sarebbe necessario definire se la procedura di liquidazione possa raggiungere i propri obiettivi di soddisfacimento dell'interesse pubblico, meglio di qualunque strategia di risoluzione alternativa.

Tuttavia, siccome tale decisione può essere messa in atto dal *Single Resolution Board* (SRB) solo in corrispondenza del PONV (punto di non ritorno), ciò evidenzia la necessità di adottare un approccio dinamico nella gestione della crisi bancaria, dal momento che la strategia che può rivelarsi ottimale *ex-ante*, potrebbe non esserlo *ex-post*, sempre nell'ottica di soddisfare al meglio l'interesse generale.

Vale allora chiedersi se il requisito di capitale MREL non debba prevedere un aggiustamento dinamico in funzione della probabilità di un cambio nella strategia di risoluzione adottata dall'autorità di vigilanza. In questo caso, dunque, il requisito di capitale dovrebbe riflettere la maggiore probabilità di una strategia (risoluzione o liquidazione) rispetto all'altra: qualora la liquidazione, per le caratteristiche dell'intermediario, il suo mercato, la sua dimensione, ecc., sia la soluzione più probabile, è evidente che il requisito MREL possa essere considerato meno stringente o, perlomeno, fissato ad un livello inferiore, rispetto al caso in cui la risoluzione risulti essere *ex-ante* la strategia più probabile.

Qualora si ritenga che una banca debba essere soggetta alle procedure di liquidazione secondo la legge fallimentare tradizionale, è evidente che il requisito MREL non diviene più stringente, perlomeno a livello di singola istituzione bancaria. E' anche possibile individuare casi 'ibridi', dove sia possibile determinare requisiti simil-MREL: ciò può determinarsi in casi nei quali la conversione di passività subordinate (*bail-inable*) soggette a *bail-in* sia

necessaria come passo preliminare rispetto ad trasferimento totale o parziale della proprietà della banca ad altri azionisti, in modo da assicurare la migliore protezione possibile ai depositanti e ai creditori. L'utilizzo di passività assimilabili ai requisiti necessari per il MREL è necessario per assicurare un'ordinata procedura di liquidazione o trasferimento.

Le varie difficoltà di interazione tra legge fallimentare, procedure di risoluzione di ogni singolo paese e procedure adottate dal *Single Resolution Board* generano un equilibrio non sempre semplice, che deve essere affrontato caso per caso, anche sulla base di caratteristiche specifiche del singolo intermediario finanziario.

Il secondo problema che merita una menzione particolare è collegato alla commercializzazione alla clientela *retail* (non professionale) di strumenti che possono rientrare nel computo del requisito MREL, come già sottolineato si tratta di strumenti di debito chirografario di secondo livello e di strumenti non computabili nei fondi propri (i *non-preferred bonds*). Chi può acquistare tali strumenti? In quali proporzioni?

Esistono due aspetti che devono essere bilanciati in questo caso: l'esigenza di tutela del risparmiatore e le necessità di presidio macroprudenziale del rischio di propagazione delle crisi bancarie. Non è semplice immaginare in modo preciso l'evoluzione che il mercato delle obbligazioni bancarie potrà avere, al fine di ottemperare agli obblighi regolamentari. Di sicuro, però, le banche si troveranno ad emettere grandi quantità di strumenti di debito inseribili nel requisito MREL: qualora la domanda non sia in grado di assorbire tali quantitativi, l'impatto sul costo di finanziamento per le banche può essere assai importante.

D'altro lato, non è nemmeno opportuno che il cliente *retail*, non professionale, sia esposto nei confronti del debito subordinato in modo da pregiudicare un'adeguata diversificazione dei propri investimenti. Oltre a ciò, vi sono da considerare importanti aspetti di conformità di tali investimenti in relazione alla tipologia di investitore: massicci collocamenti di tali strumenti finanziari nei portafogli di clientela non professionale, senza un adeguato presidio, rischiano di trasformarsi in una serie di contenziosi molto lunghi e difficili per le valutazioni in materia di adeguatezza e appropriatezza, come specificata nella legislazione dedicata (Mifid2).

In questo contesto, sono evidenti anche ulteriori rischi. *In primis*, i presidi legislativi vigenti potrebbero non essere sufficienti a tutelare l'investitore *retail* che potrebbe non avere sufficienti strumenti per comprendere adeguatamente il rischio connesso alla tipologia di strumenti di debito subordinato utili all'assorbimento delle perdite della banca emittente. Inoltre, in presenza di una massiccia distribuzione di tali strumenti detenuti in portafoglio non correttamente diversificato, in sede di *bail-in* è possibile che le autorità di risoluzione siano indotte a escluderli dalla procedura, creando ulteriori difficoltà nella capacità della banca nell'assorbimento delle perdite e nella ricapitalizzazione, con evidenti impatti negativi sulla stabilità finanziaria del sistema nel suo complesso.

Una soluzione naturale potrebbe essere quella di consentire l'acquisto di strumenti finanziari computabili nel *bail in* solo a fondi di investimento, i quali, dopo un'opportuna diversificazione, possono poi essere collocati sul mercato e acquistati dal cliente *retail*. In questo caso, la diversificazione è effettuata dal gestore del fondo, e il singolo cliente, nell'acquistare una quota del fondo, si trova già un prodotto diversificato. Pertanto, in presenza di una criticità relativa ad uno degli emittenti l'impatto sul fondo resterebbe limitato e, quindi, anche sulla posizione del singolo individuo.

Tuttavia, anche questa soluzione, a legislazione vigente, non appare sufficiente a tutelare sia il singolo investitore, sia la stabilità complessiva del sistema. Ciò in quanto, in primo luogo, sarebbe opportuno definire in modo più adeguato il grado di diversificazione di portafoglio al quale il gestore del fondo si dovrà attenere, in modo da limitare al massimo gli effetti sulla stabilità del sistema e sui singoli investitori. A tale scopo, non è necessario un intervento legislativo, ma un intervento regolamentare (attraverso l'emanazione di una circolare ad hoc) da parte delle autorità di vigilanza nel quale si definiscano le percentuali di esposizione massima del singolo fondo nei confronti di un singolo emittente.

Il rischio è evidente: se un fondo si trovasse esposto riguardo ad una specifica istituzione bancaria in modo eccessivo, in presenza di *bail-in*, si può rischiare una significativa perdita di valore della quota del fondo e un conseguente effetto sistemico: i gestori per attenuare le perdite potranno in vendita gli strumenti detenuti nel loro portafoglio emessi da altre banche, il cui rendimento rischierà di salire e aggravare la posizione di quegli istituti che sono solo marginalmente solvibili, creando di fatto una crisi sistemica. Anche un risparmiatore, in presenza di *bail in* di un emittente, può cercare di attenuare le proprie perdite attraverso la vendita delle quote di un fondo non correttamente diversificato in suo possesso, inducendo, a sua volta, vendite degli strumenti sottostanti da parte dei gestori del fondo, con impatto negativo sui loro prezzi e una crescita importante degli oneri per gli emittenti, ponendo di fatto a rischio la stabilità del sistema nel suo complesso.

La Direttiva 2019/878 in oggetto consente il collocamento di strumenti soggetti al *bail in* presso la platea degli investitori *retail*, permettendo agli stati membri di scegliere, in sede di recepimento, tra due possibili alternative:

- 1) Opzione di diversificazione di portafoglio. L'esito positivo del test di adeguatezza di portafoglio previsto dalla disciplina Midif permette l'accesso a tali strumenti al cliente *retail*. Inoltre, per soggetti aventi un patrimonio complessivo inferiore ai 500 mila euro, l'acquisto non può superare il 10 per cento del patrimonio complessivo e deve essere pari ad almeno 10 mila euro.
- 2) Opzione di taglio minimo: in questo caso gli strumenti devono essere emessi con un taglio minimo di almeno 50 mila euro cadauno.

Entrambe le opzioni riguardano gli strumenti emessi soltanto dopo il 28 dicembre 2020, lasciando libertà agli stati membri di far rientrare all'interno dell'opzione prescelta anche altri strumenti utilizzabili nella procedura di *bail-in*.

E' un grado di libertà attribuito al legislatore nazionale, solo in apparenza minimale.

E' opportuno ricordare che il test di adeguatezza di cui all'opzione 1, previsto dalla disciplina Mifid è molto stringente e prevede che l'intermediario finanziario raccolga una serie di informazioni relativamente alla situazione patrimoniale complessiva del cliente e alla sua capacità di tolleranza al rischio, ovvero di sostenere le perdite, tenendo in considerazione anche i costi connessi agli strumenti finanziari raccomandati e gestiti. Nella procedura di raccolta delle informazioni il consulente si deve adoperare affinché il cliente comprenda le domande, in modo da evitare incomprensioni che pregiudichino la veridicità e l'attendibilità delle informazioni raccolte.

In base alla normativa recente, l'adeguatezza non è più presuntiva, ma è in capo all'intermediario una sua costante verifica, anche nel corso del tempo: uno strumento finanziario può essere adeguato in un determinato momento della vita di un investitore, e potrebbe non esserlo più allorquando alcune circostanze della vita del medesimo soggetto possano trovarsi a essere diverse (a seguito di matrimonio, separazione, difficoltà reddituali, o altro). A seguito della valutazione il prodotto o strumento finanziario collocato presso il cliente deve mantenere lo status di adeguatezza per tutta la durata della permanenza nel portafoglio del cliente.

Alla luce delle considerazioni precedenti, chi scrive manifesta una forte preferenza nei confronti dell'opzione 1, permettendo l'inserimento di strumenti finanziari assoggettabili a *bail in*, all'interno di un portafoglio diversificato, previa verifica del superamento del test di adeguatezza.

A tale scopo vale considerare che un portafoglio ben diversificato è la miglior tutela dell'investitore e il superamento del test di adeguatezza garantisce che lo strumento finanziario sia effettivamente coerente con il profilo di rischio del risparmiatore e con il suo obiettivo di investimento. La verifica nel continuo di queste caratteristiche obbliga l'intermediario rimanere coerente con l'adeguatezza dello strumento nei confronti del cliente.

Il dubbio a volte sollevato riguardo alla possibilità che il cliente non riveli l'entità complessiva del suo patrimonio investito, rendendo dunque difficile adempiere al vincolo espresso nell'opzione 1, secondo il quale al massimo il 10 per cento del patrimonio può essere investito nello strumento finanziario, può essere semplicemente superato con una sorta di manleva nei confronti dell'intermediario: in caso di contenzioso, qualora il cliente non abbia evidenziato la vera entità del suo patrimonio, non potrà far valer in modo completo il suo diritto a eventuali risarcimenti per aver investito in uno strumento che abbia cagionato perdite oltre a quanto era atteso.

La ragione per la quale l'opzione 1 rimane quella preferita rispetto all'opzione 2 risiede anche nella sua capacità di poter permettere un collocamento di una importante quantità di titoli su una platea di soggetti più vasta rispetto a quelli che sarebbero previsti con l'opzione 2: un taglio minimo di 10.000 euro può incontrare più risparmiatori rispetto ad un taglio da 50.000 euro che interesserebbe solo soggetti appartenenti al segmento *High Net Worth Individuals* (HNWI). Pertanto, l'opzione 1 assicurerebbe un maggior

assorbimento di un'offerta di strumenti finanziari utilizzabili per il soddisfacimento del requisito MREL, che si preannuncia assai importante fino al 2024, anno nel quale terminerà il periodo di transizione.

Il punto critico, tuttavia, rimane la capacità di inserire tali strumenti all'interno di un portafoglio ben diversificato. Ciò vale anche per prodotti finanziari – come i fondi di investimento – che si specializzano nella gestione di obbligazioni con vario grado di subordinazione: anche per questi strumenti, evidentemente, vale il principio di inserimento in un portafoglio ben diversificato. In assenza di diversificazione, a tutti i livelli, si rischia un'eccessiva esposizione dei singoli investitori rispetto al rischio implicato dai titoli necessari per il soddisfacimento del requisito MREL.

Intermediari professionali in assenza di regole precise in materia di diversificazione del portafoglio rischiano di assegnare ai singoli investitori un eccesso di rischio.

La calibrazione del taglio minimo è un elemento fondamentale per permettere la migliore diversificazione possibile e, al tempo stesso, garantire il collocamento dei titoli su un vasto mercato. A tale proposito, si ritiene che un taglio minimo di investimento di dimensione limitata sia preferibile, rispetto a tagli maggiori.

Non si hanno osservazioni particolari riguardo alla tematica dei fondi alternativi, salvo che la Direttiva in esame porta a sistematizzare molte questioni pendenti. Rimane aperto il problema di allargare l'accesso ai fondi alternativi da parte di investitori *retail*, aventi obiettivi di medio-lungo termine. Non è un tema affrontabile in questa sede, ma certamente è uno spunto di riflessione da tenere in considerazione per eventuali riflessioni future.

## **7. Conclusioni**

In questa breve memoria si sono ripercorse le caratteristiche generali di alcuni istituti fondamentali posti alla base dell'impianto regolamentare del settore bancario che deve essere recepito dal Parlamento Italiano, con specifico riguardo alla Direttiva 2019/878 (cd. CRD-V) e il Regolamento (UE) 2019/876 (cd. CRR-II).

Il perno fondamentale di questa nuova direttiva è dato dal principio di proporzionalità introdotto per differenziare l'impatto regolamentare su imprese bancarie di piccole dimensioni.

Il legislatore nazionale ha limitati margini di intervento, nel recepimento di tali provvedimenti. Il tema più rilevante, a giudizio di chi scrive, riguarda la scelta del regime per l'assorbimento di una massa importante di titoli rientranti nel requisito del *bail-in*. A tale scopo, anche al fine di preservare il principio di proporzionalità, si suggerisce di optare per il principio di allocazione di portafoglio, con un taglio di investimento minimo il più possibile limitato. Ciò al fine di permettere la massima diversificazione di portafoglio per ogni tipologia di investitore e permettere un collocamento su una platea di mercato vasta, minimizzando il rischio di un'eccessiva onerosità per l'emittente.

L'impatto della regolamentazione sul meccanismo di trasmissione della politica monetaria è certamente non banale: i rafforzamenti patrimoniali hanno avuto un effetto di riduzione dell'efficacia di trasmissione della politica monetaria, come canalizzazione di risorse verso le attività di prestito. Come infatti evidenziato in numerosi studi (si veda, ad esempio Rubio e Yao, 2019), la regolamentazione Basilea 3 e tutto quanto contenuto nelle direttive ad essa pertinenti ha avuto come effetto a livello macroeconomico di garantire un maggior controllo del rischio ma di attenuare l'efficacia della trasmissione della politica monetaria. Il risultato di questo è che la politica monetaria, con il presente regime regolamentare, sarà costretta a tenere i tassi di interesse bassi per i prossimi anni come compensazione.

La sfida da raccogliere nel futuro consiste nel valutare con attenzione tutte le implicazioni derivanti da provvedimenti regolamentari sia sul meccanismo di trasmissione che sul mercato dei prodotti di investimento, enfatizzando il ruolo del principio di proporzionalità al fine di non minare la concorrenzialità del sistema bancario e la pluralismo dell'approccio al servizio bancario, che sono elementi fondamentali di una democrazia finanziaria che, meglio di strumenti tradizionali (come tassazione e sussidi) potrà permettere di superare le disuguaglianze presenti nelle società contemporanee.

## **Bibliografia**

1. Alvaro S., Lamandini M., Ramos Munoz D., Ghibellini E., Pellegrini F., (2017), "The Marketing of MREL Securities after BRRD", Quaderni di Ricerca Giuridica, Banca d'Italia, n.15/2017.
2. Banca d'Italia, (2020), 'Rapporto sulla Stabilità Finanziaria', Maggio 2020.
3. Deutsche Bundesbank, (2016), "Bank Recovery and Resolution-the New TLAC and MREL Minimum Requirements", Deutsche Bundesbank Monthly Report, luglio 2016.
4. European Central Bank, (2020), "Financial Stability Report", April 2020.
5. Joosen B., Lamandini M., Lehmann M., Lieverse K. e Tirado, I., (2018), "Stability, Flexibility and Proportionality: Towards a Two-Tiered European Banking Law", European Banking Institute, EBI Working Paper n- 20/2018.
6. Lamandini M. e Munoz D.R., (2020), "Minimum Requirement for Own Capital and Eligible Capital", Capitolo VIII.B, pagg. 347-384, in Law and Practice of the Banking Union and of its Governing Institutions (Cases and Materials), a cura di Raffaele D'Ambrosio, Quaderni di Ricerca Giuridica n. 88/2020, Banca d'Italia, aprile 2020.
7. Rubio, M. e Yao F., (2019), "Bank Capital, Financial Stability and Basel Regulation in a Low Interest-Rate Environment", Working Paper.