

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO

2/2016

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo Gemelli, 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano – Milano, Piazza Meda n. 2/4 – c/c n. 40625



Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 2/2016

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

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

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

Laboratorio di Analisi Monetaria:

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

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

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

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



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

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



INDICE

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



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

Introduzione

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

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

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

attraverso la sottoscrizione di passività della banca.

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

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

Tornando alla procedura della risoluzione, essa può essere applicata nei confronti di una banca se sono soddisfatte tutte le seguenti condizioni:

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

[♦] A cura di Alberto Banfi e Francesca Pampurini



Per fare ciò le autorità di risoluzione potranno procedere con:

- la vendita di una parte dell'attività della banca ad un acquirente privato;
- il trasferimento temporaneo delle attività e delle passività della banca ad un'entità (bridge bank) costituita e gestita dalle autorità per proseguire le funzioni più importanti, in vista di una successiva vendita sul mercato;
- il trasferimento delle attività deteriorate della banca ad un veicolo (bad bank) affinché proceda con la loro liquidazione in tempi ragionevoli;
- l'applicazione del *bail in*, ossia la svalutazione di azioni e di crediti (convertendoli in azioni) per assorbire le perdite, e con la ricapitalizzazione della banca in difficoltà o della nuova entità che ne continui le funzioni essenziali¹.

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

Ciò comporterebbe l'applicazione del *bail in* che consente alle autorità di risoluzione di disporre, al ricorrere delle condizioni di risoluzione, la riduzione del valore delle azioni e di alcuni crediti o la loro conversione in azioni per assorbire le perdite e ricapitalizzare la banca in misura sufficiente a ripristinare un'adeguata capitalizzazione e a mantenere la fiducia del mercato².

¹ Cfr BANCA D'ITALIA, *Cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie*, Roma, 2015, p. 2-3.

² Cfr BANCA D'ITALIA, *Cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie*, Roma, 2015, p. 4.

È a questo punto che si pone la questione relativa all'impatto dell'applicazione del *bail in* ai prezzi degli strumenti finanziari assoggettabili a tale procedura quali le azioni e le obbligazioni subordinate

Una prima rilevante questione conseguente a quanto sopra richiamato ha avuto per oggetto il 'timing' dell'applicabilità del ricorso al *bail in* degli strumenti emessi dalla banca. Le disposizioni entrate in vigore hanno optato per l'applicazione retroattiva, ossia è stato deciso che la clausola che consente alle autorità di risoluzione di intervenire per svalutarli o convertirli al ricorrere della condizione di risoluzione debba riguardare tutti i titoli in circolazione (e non solo quelli emessi successivamente all'approvazione delle nuove modalità di intervento). In realtà, è stato anche proposto (ad esempio dalle autorità italiane³) di applicare il *bail in* solamente agli strumenti finanziari di nuova emissione allo scopo di dare tempo agli investitori di acquisire dimestichezza e consapevolezza sulle nuove disposizioni e alle banche di dotarsi di un adeguato "cuscinetto" di strumenti assoggettabili al *bail in*, nonché di prevedere un "periodo di grazia" di un paio d'anni prima dell'entrata in vigore di tali norme. Tuttavia – come in più di un'occasione sottolineato dalle nostre autorità di vigilanza – le obiezioni formulate nelle sedi tecniche (assieme al Ministero dell'Economia e delle Finanze) relativamente all'applicazione retroattiva e all'assenza di differimento temporale di applicazione non hanno trovato ascolto in sede europea soprattutto per le pressioni provenienti da ambienti politici dei paesi del Nord Europa⁴.

³ Cfr Visco, Intervento Assiom Forex 30 gennaio 2016.

⁴ ROSSI S., *L'Unione bancaria nel processo di integrazione europea*, Intervento al Convegno "Unione bancaria europea e rapporto banca impresa", Cuoia, Altavilla vicentina, 7 aprile 2016, p. 7-8.



Tenuto conto di quanto premesso, una analisi dell'impatto di tali disposizioni sui prezzi/valori degli strumenti finanziari emessi dalle nostre banche (e in particolare le azioni e le obbligazioni subordinate) non può non tener conto del fatto che il coinvolgimento dei loro portatori è avvenuto in modo inatteso al momento dell'originaria sottoscrizione di tali strumenti, ancorché implicitamente previsto nelle caratteristiche tecniche di tali strumenti.

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

Per procedere con l'analisi dell'eventuale impatto dell'annuncio di tali disposizioni sui prezzi degli strumenti finanziari emessi dalle banche italiane, si sono presi in considerazione tre distinti campioni rappresentati – rispettivamente – dalle azioni, dalle obbligazioni subordinate e dalle altre obbligazioni in circolazione a fine maggio 2016 e censite nel database di Thomson Reuters Eikon⁵. Sono state scelte queste tre categorie di strumenti finanziari emesse dalle banche italiane per le seguenti ragioni.

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

Nel caso delle obbligazioni subordinate si tratta della tipologia di strumenti finanziari che potenzialmente dovrebbe subire maggiore impatto sui prezzi dal momento che si troverebbero “in prima linea” come crediti non tutelati in caso di applicazione della procedura, anche se, ragionevolmente, l'impatto sui prezzi dovrebbe

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

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

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

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

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

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

⁵ Dalla medesima fonte sono stati ottenuti i dati relativi alle caratteristiche dei prestiti obbligazionari e ai loro prezzi.



controvalore all'emissione di 48,6 miliardi di euro) risultano oggetto di negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione.

Per quanto riguarda le altre obbligazioni, a fine maggio 2016 erano censiti dal database considerato 3082 prestiti emessi da banche (per un controvalore di 321,8 miliardi di euro)⁶; di essi, 1123 prestiti (per un controvalore di 276,5 miliardi di euro) sono stati emessi da 20 delle 22 banche che alla stessa data avevano in circolazione prestiti obbligazionari subordinati (si rinvia alla tabella 1).

Tabella 1 – Consistenze di obbligazioni bancarie tradizionali e subordinate

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

Fonte: nostre elaborazioni su dati Eikon

Nel complesso il campione analizzato risulta ben rappresentativo del mercato italiano (copre circa il 64% del mercato) in quanto a fine marzo 2016 risultavano in circolazione obbligazioni bancarie per un ammontare pari a 585,7 miliardi di Euro⁷. Con riferimento alle obbligazioni subordinate il nostro campione copre la quasi totalità del mercato (82%) in quanto le obbligazioni bancarie

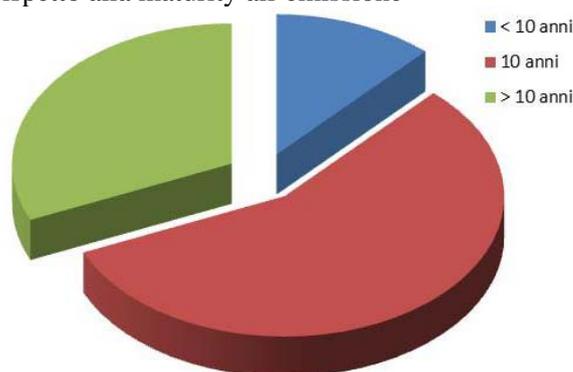
⁶ Di essi la netta maggioranza è rappresentata da obbligazioni ordinarie (2493 prestiti per un controvalore di 150 miliardi di euro) e da covered bond (105 prestiti per un controvalore di 92,5 miliardi di euro).

⁷ Cfr. tavola a13.6 Appendice alla Relazione Annuale sul 2015 della Banca d'Italia, pag. 109.

subordinate in essere a fine ottobre 2015 ammontavano a 67,2 miliardi⁸.

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

Grafico 1 – Obbligazioni bancarie subordinate rispetto alla maturity all'emissione



Fonte: nostre elaborazioni su dati Eikon

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

⁸ Cfr. Informazioni sui detentori di obbligazioni subordinate. Banca d'Italia febbraio 2016.



maggior parte dei casi offrono ai loro possessori una cedola variabile nel tempo.

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

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

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

obbligazioni subordinate. La composizione di tale gruppo costituito dalle banche con azioni quotate in borsa è illustrata nella tabella 2.

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

Tabella 2 – Composizione del campione di emittenti e di strumenti obbligazionari

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

Fonte: nostre elaborazioni su dai Eikon

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

con modalità differenti sui diversi strumenti finanziari.

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



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

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

Di seguito vengono illustrati i risultati delle due indagini svolte.

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

strumento in una determinata giornata si attesta su un livello eccessivamente alto oppure eccessivamente basso rispetto ai giorni che lo precedono e ai giorni che lo seguono⁹. L'osservazione di un rendimento particolarmente basso (alto) che magari si ripete per alcuni giorni consecutivi indica che sul mercato in cui è stato negoziato lo strumento si è registrata una discesa (salita) del prezzo dovuta probabilmente ad un'ondata di vendite (acquisti) da parte degli investitori in seguito ad una notizia particolarmente negativa (positiva). Come è noto, il rischio di mercato è il risultato di due componenti che interagiscono tra loro: il rischio specifico e il rischio sistematico. Il primo è legato agli eventi e alle notizie che riguardano in modo particolare un singolo emittente (ossia una singola banca, nel nostro caso) e che sono riflesse nel prezzo degli strumenti finanziari ad esso riconducibili. Il rischio sistematico è, invece, generato dagli eventi che interessano l'intero sistema nel quale opera l'emittente o l'intero mercato su cui i titoli vengono scambiati; in questo secondo caso una notizia particolarmente positiva o negativa tende a gonfiare o a deprimere i corsi di tutti gli strumenti emessi da aziende riconducibili al medesimo settore o al medesimo mercato.

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

⁹ Dal punto di vista tecnico per individuare i giorni di rendimento anomalo per ciascuno strumento è stata osservata la distribuzione dei rendimenti (logaritmici) giornalieri da maggio 2014 a maggio 2016. Le giornate di rendimento anomalo sono state definite come quelle giornate in cui il rendimento ha raggiunto un livello superiore alla media più due deviazioni standard oppure inferiore alla media meno due deviazioni standard rispetto alla distribuzione totale.



questa analisi, per stabilire se i rendimenti anomali registrati da un particolare strumento fossero legati alle caratteristiche peculiari dello stesso (e dunque poco rilevanti ai fini dell'analisi) oppure fossero una vera e propria conseguenza di una notizia riguardante la banca emittente, si è operato un confronto di tipo "orizzontale"; in altri termini, per ogni giornata di negoziazione sono stati osservati simultaneamente i rendimenti di tutti gli strumenti riconducibili alla medesima banca. Sono state considerate anomale unicamente quelle giornate in cui la maggior parte delle emissioni (della stessa banca) ha rivelato un rendimento anomalo¹⁰. Infine, è stato necessario individuare i casi in cui le anomalie hanno riguardato soltanto uno specifico emittente (a causa di notizie relative ad una particolare banca) rispetto ai casi in cui i rendimenti anomali hanno interessato tutta la categoria di strumenti subordinati dando quindi origine a un fenomeno di panico di massa. Per far ciò si è provveduto a ricercare quei giorni (o quei periodi) in cui la maggior parte delle banche del campione mostrava, simultaneamente, la presenza di anomalie.

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

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

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

¹⁰ Parallelamente all'analisi dei rendimenti è stata condotta anche un'analisi della volatilità con l'obiettivo di dare maggior robustezza ai risultati. Pertanto sono state individuate non soltanto le giornate in cui i prezzi si sono mossi eccessivamente al rialzo o eccessivamente al ribasso, ma anche le giornate in cui gli stessi prezzi hanno mostrato un'eccessiva volatilità (volatilità superiore/inferiore alla media ± 2 deviazioni standard). Le giornate osservate con maggior attenzione sono state quelle in cui entrambe gli indicatori deponevano a favore di una anomalia.



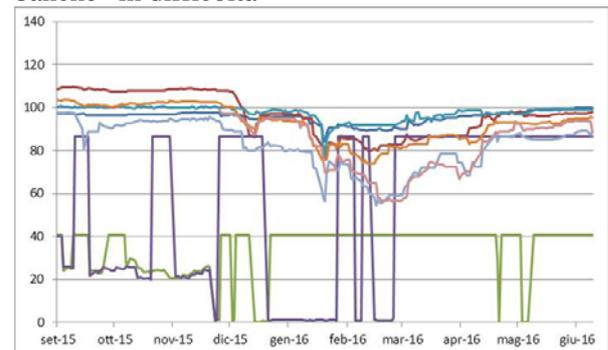
venuto meno nel momento in cui si è compreso che il reale impatto sarebbe stato ben più limitato e circoscritto rispetto agli allarmismi iniziali.

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

Tornando ai casi di *panic selling* individuati nella nostra analisi si illustreranno di seguito gli eventi che li hanno generati e le conseguenze che essi hanno prodotto. Nel dicembre 2015 l'ondata di vendite che ha investito il mercato è durata circa una settimana (dal 9 al 14 dicembre) e ha fatto seguito all'annuncio della decisione del Unione Europea di vietare il salvataggio delle quattro banche in crisi (Banca Marche, Banca popolare dell'Etruria e del Lazio, Carichieti e Cassa di risparmio di Ferrara) con l'intervento del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, in quanto considerato paragonabile ad un aiuto di stato (sebbene il fondo sia quasi completamente finanziato con i versamenti da parte delle banche del sistema e dunque con fondi di natura privata). La soluzione adottata da Banca d'Italia al fine di evitare la procedura di infrazione da parte Commissione Europea è stata definita "la soluzione meno cruenta"¹¹ che ha permesso di assicurare la continuità operativa delle banche ed evitare il *bail in* (che sarebbe entrato in vigore di lì a pochi giorni) di tutti i creditori i cui risparmi erano stati raccolti sotto forma di depositi, conti correnti e obbligazioni non subordinate. L'intervento di risoluzione adottato ha causato l'azzeramento del valore delle azioni e delle obbligazioni subordinate delle quattro banche in causa generando gravi perdite nei portafogli di coloro che possedevano tali strumenti; purtroppo l'entità del danno è stata aggravata dal fatto che la maggior parte dei detentori dei titoli rischiosi erano proprio i risparmiatori retail che avevano

sottoscritto i titoli obbligazionari subordinati, senza forse rendersi pienamente conto – al momento della sottoscrizione - dell'effettivo livello di rischio associato a tali strumenti. L'ondata di panico che si è diffusa nei giorni successivi è stata progressivamente alimentata dalle notizie di stampa e ha avuto un effetto dirompente sulle negoziazioni e di conseguenza sui prezzi delle obbligazioni subordinate, tanto che in alcuni casi si sono registrate perdite superiori ai 13 punti percentuali. Tutti gli strumenti obbligazionari subordinati in circolazione sono stati coinvolti nel crollo dei prezzi in maniera indistinta, indipendentemente dalla situazione strutturale e finanziaria della banca emittente: sono crollati sia i titoli delle banche problematiche, sia i titoli delle banche sane, sebbene la diminuzione di prezzo dei prestiti obbligazionari subordinati emessi dalle banche sane sia stata di minore entità come si nota dai Grafici 1 e 2.

Grafico 1 – Andamento dei prezzi delle principali obbligazioni bancarie subordinate emesse da banche "in difficoltà"

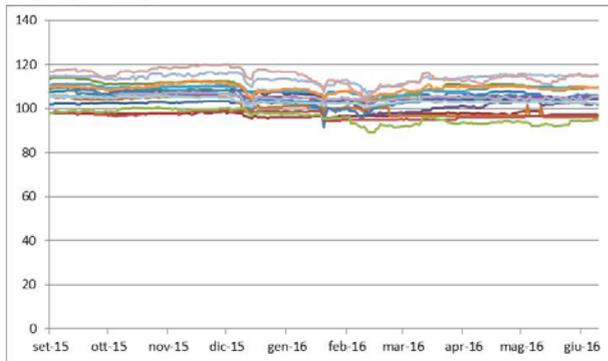


Fonte: nostre elaborazioni su dati Eikon

¹¹ Cfr. Bankitalia: sul fondo tutela stop Ue, Il sole 24 ore 10 dicembre 2015. pag 7



Grafico 2 – Andamento dei prezzi delle principali obbligazioni bancarie subordinate emesse da banche “sane”



Fonte: nostre elaborazioni su dati Eikon

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

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

Tabella 3 – Titoli obbligazionari subordinati in essere a fine ottobre 2015

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

Fonte Banca d'Italia

Un altro crollo generalizzato dovuto ad una crisi di panico da parte degli investitori è quello registrato nel gennaio 2016. Tra il 18 e il 20 gennaio i corsi delle obbligazioni subordinate bancarie subiscono un'importante flessione che in alcuni casi sfiora i 30 punti percentuali; anche in questo caso il *panic selling* coinvolge gli strumenti di tutti gli istituti, indipendentemente dalla loro solidità (si vedano i grafici 1 e 2). Il panico è generato dalle notizie diffuse dai media sulle criticità che continuano ad affliggere il sistema bancario: la mancanza di prospettive circa le operazioni di consolidamento che avrebbero dovuto contribuire al risanamento dell'intero settore, l'entrata in vigore definitiva della normativa sul *bail in* che – oltre ad aver minato la fiducia dei risparmiatori – ha comportato per le banche più deboli ulteriori difficoltà in termini di raccolta in quanto i clienti hanno cominciato a spostarsi verso gli istituti considerati più solidi e, infine, la notizia più allarmante, l'annuncio di una nuova serie di ispezioni da parte della BCE (in



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

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

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

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

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

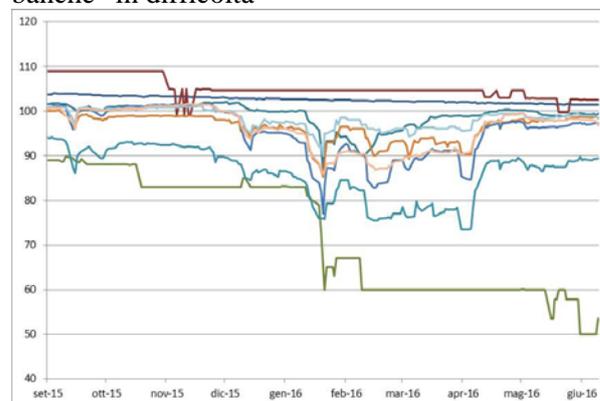
Per comprendere se il mercato ha effettivamente colto i contenuti della normativa sul *bail in* si è provveduto a confrontare l'andamento dei prezzi delle obbligazioni bancarie subordinate con i prezzi delle obbligazioni tradizionali e dei titoli azionari del campione già descritto nella precedente tabella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

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



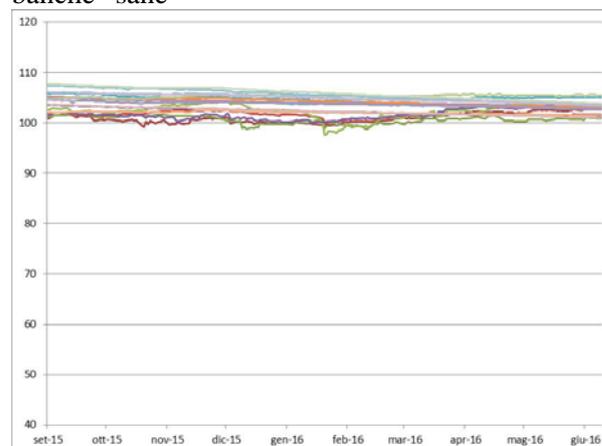
dell'entrata in vigore della normativa sul *bail in*. Infine, nel caso delle obbligazioni non subordinate, non si sono registrati casi particolari di anomalie nei rendimenti o nell'andamento dei prezzi causate dalle novità introdotte. In entrambe i casi, per le azioni, ma soprattutto per le obbligazioni non subordinate, i movimenti anomali individuati nell'analisi sono riconducibili ad eventi che hanno interessato alcune singole banche che si sono trovate al centro di vicende particolarmente problematiche che ne hanno messo in discussione la stabilità. I grafici 3 e 4 illustrano le differenze tra l'andamento dei prezzi delle obbligazioni non subordinate emesse da banche in difficoltà e da banche sane e mostrano come le anomalie siano riscontrabili soltanto nelle prime. Inoltre, confrontando questi dati con quelli riportati nei precedenti grafici 1 e 2 si nota che la diminuzione dei prezzi che si è avuta per le obbligazioni tradizionali (che pur ha interessato poche banche) è sostanzialmente risibile rispetto alle dinamiche registrate nel caso dei prestiti obbligazionari subordinati. Ancora una volta queste evidenze confermano l'idea che la nuova normativa sul *bail in* non ha danneggiato l'intero settore bancario, ma ha circoscritto i suoi effetti soltanto agli intermediari più vicini al rischio di default e ha colpito principalmente gli strumenti realmente più rischiosi.

Grafico 3 – Andamento dei prezzi delle principali obbligazioni bancarie non subordinate emesse da banche “in difficoltà”



Fonte: nostra elaborazione su dai Eikon

Grafico 4 – Andamento dei prezzi delle principali obbligazioni bancarie non subordinate emesse da banche “sane”



Fonte: nostra elaborazione su dai Eikon

Conclusioni

La nuova normativa sul *bail in* è stata la principale responsabile del mutato atteggiamento degli investitori nei confronti delle banche poiché ha parzialmente modificato le aspettative di coloro che detenevano (e detengono tutt'ora) strumenti obbligazionari emessi dalle banche e, secondo quanto descritto dai media, ha innescato una crisi di sfiducia verso l'intero settore. Nella realtà dei



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

I risultati del lavoro svolto in questa sede sembrano confermare quanto appena esposto; o meglio, evidenziano come a reazioni condizionate eccessivamente da fattori "non razionali" - che hanno portato a improvvise flessioni dei prezzi dei titoli maggiormente esposti dal cambiamento delle regole di risoluzione - sono quasi subito seguiti opportuni e più coerenti aggiustamenti di prezzo. Gli strumenti finanziari quali le azioni e le altre obbligazioni non hanno subito particolari condizionamenti ancorché qualche movimento

anomalo di prezzo superiore alle attese si è verificato nel caso delle obbligazioni.

BIBLIOGRAFIA

Banca d'Italia, *Informazioni sui detentori di obbligazioni subordinate*, febbraio 2016

Banca d'Italia, *La nuova gestione delle crisi bancarie*,

Banca d'Italia, *Relazione annuale*, anni vari

C. Goodhart, E. Avgouleas, 2014, *A critical evaluation of bail-ins as bank recapitalisation mechanism*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper 10065.

A. Delivorias, 2016, *Contingent convertible securities. Is a storm brewing?*, European Parliamentary Research Service

P. De Grauwe, 2013, *The new bail-in doctrine: a recipe for banking crises and depression in the Eurozone*, Centre for European Policy Studies, CEPS Commentary

Il Sole 24, articoli vari

S. Rossi, 2016, *L'Unione Bancaria nel processo di integrazione europea*, Intervento del Direttore generale della Banca d'Italia

J. Zhou, V. Rutledge, W. Bossu, M. Dobler, N. Jassaud, M. Moore, 2012, *From Bail-out to Bail-in: Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions*, International Monetary Fund, Discussion Note.