



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II

INNOVAZIONE E DIRITTO

RIVISTA DI

DIRITTO TRIBUTARIO E DELL'ECONOMIA

3

2016

Dal “decreto salva banche” al fondo Atlante, passando per la *bad bank* all’italiana. Strategie di superamento del *bail-in* e di ritorno al *bail-out*?

di Luigi Scipione

ABSTRACT

During the recent financial crisis, in Italy huge public interventions have not been effected as it is happened in other States. Nevertheless, for situations not of acclaimed crisis, on the contrary of demands of recapitalisation imposed by European standards, case by chance, some new devices of public character have been launched.

To them solutions of market are placed side by side represented by the constitution before the Fund Atlas and then of Giasone (a sort of Atlas 2), a second fund exclusively destined to the purchase on NPLs.

Purpose of the present study is to appraise if the provisions again mintage can give life to a best institutional and regulation order. You keeps in mind, in fact, that the actual Italian banking problem goes over the specific conditions of the single banks: it is a problem of structure, morphological orders, engineering of system. This makes necessary, therefore, to avoid rigidity, for proportional, gradual and flexible mechanisms, contemplating to valorize the effective and virtuous national experiences, in the respect of the European discipline on the banking crises.

SINTESI

Nel corso della recente crisi finanziaria, in Italia non sono stati attuati ingenti interventi pubblici come è accaduto in altri Stati. Tuttavia, per situazioni non di crisi conclamate, bensì di esigenze di ricapitalizzazione imposte dagli standard europei, caso per caso, sono stati varati alcuni nuovi dispositivi di carattere pubblico.

Ad essi si affiancano soluzioni di mercato rappresentate dalla costituzione prima del Fondo Atlante e poi di Giasone (una sorta di Atlante 2), un secondo fondo destinato esclusivamente all’acquisto di NPLs.

Scopo del presente lavoro è valutare se i provvedimenti di nuovo conio possano dar vita ad un migliore assetto istituzionale e regolamentare. Si tenga presente, infatti, che il problema bancario italiano attuale va oltre le specifiche condizioni delle singole banche: è un problema di struttura, assetti morfologici, ingegneria di sistema. Ciò rende necessario, pertanto, evitare rigidità, a favore di meccanismi proporzionali, gradualmente e flessibili, miranti a valorizzare le esperienze nazionali efficaci e virtuose, nel rispetto della disciplina europea sulle crisi bancarie.

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. La storia recente dei salvataggi bancari. Un quadro ricostruttivo – 3. La soluzione della *bad bank* all’italiana – 3.1. (Segue): il meccanismo delle GACS – 3.2. (Segue): aspetti operativi – 4. Le principali esperienze europee in materia di *bad bank* – 5. *Bad bank* e aiuti di Stato: il caso italiano – 5.1. (Segue): alcuni primi rilievi critici – 6. Il fondo Atlante. Profili strutturali e linee di azione – 6.1. (Segue): alcuni risvolti problematici – 7. La “trappola” dei NPLs – 8. Interventi statali per “casi eccezionali” – 9. Considerazioni

conclusive

1. Premessa

Sin dalla legge bancaria del 1936-1938 una disciplina generale delle crisi bancarie opera nel nostro ordinamento, tanto da essere replicata nel testo unico bancario del 1993. A fronte dell'efficacia dimostrata nell'arco di mezzo secolo procedure e strumenti di salvataggio hanno richiesto adattamenti marginali¹.

Le caratteristiche salienti di tali dispositivi normativi (amministrazione straordinaria e liquidazione coatta amministrativa, cessione delle attività e passività) sono individuabili nella tempestività degli interventi, nell'accertamento diretto da parte dell'autorità di vigilanza (attraverso commissari straordinari e liquidatori) delle cause della crisi e dell'effettiva situazione aziendale e infine nella capacità delle procedure di favorire soluzioni non onerose per i creditori (su tutti i depositanti) e per il sistema creditizio nel suo complesso².

Nella lunga e travagliata storia dei salvataggi bancari, le autorità di settore hanno fronteggiato le differenti forme di patologia bancaria fruendo di ampi poteri, esercitati tra l'altro guidando gli organi del commissariamento e della liquidazione c.a., oltre che mediante il ricorso a tecniche informali di *moral suasion* (praticate nei confronti di enti bancari sollecitati ad intervenire nelle operazioni di risanamento), potendo contare sull'adesione/collaborazione degli appartenenti al settore del credito. Un ruolo importante è stato svolto dai fondi di garanzia dei depositi, che sovente sono intervenuti anticipatamente, rispetto al previsto

¹ Cfr. il Titolo IV del D.lgs 1° settembre 1993, n. 385 (T.U.B.), nella versione antecedente alle modifiche apportate con il D.lgs 16 novembre 2015, n. 181. Le origini di tale disciplina risalgono alle normative di sub settore anteriori alla legislazione generale sul credito del 1936-1938: precisamente, all'art. 42 del T.U. del 1929, sulle Casse di risparmio, ed all'art. 20 della l. 656/1932, sulle Casse rurali ed artigiane. Proprio il modello offerto dalla normativa del 1929 è stato infatti ripreso nei suoi tratti essenziali, sia pure nel quadro di una regolamentazione assai più articolata, dalla l. bancaria del 1936-38, agli artt. 57-66. Questa disciplina è stata dapprima "ritoccata" dal D.lgs 481/1992. È stata, in seguito, integralmente rifiuta, con ulteriori modifiche (che non ne hanno però alterate le linee portanti), nel T.U.B. Ha successivamente subito, ad opera prima del D.lgs 415/1996, poi del D.lgs 342/1999, ed infine del D.lgs 371/2004, altri "ritocchi" (peraltro in gran parte meramente formali).

² Si vedano gli artt. 57-65 (amministrazione straordinaria) e artt. 66-83 (liquidazione coatta amministrativa) del R.d.l. 12 marzo 1936, n. 375, *Disposizioni per la difesa del risparmio e per la disciplina della funzione creditizia*, e successive modificazioni.

rimborso dei depositanti, con modalità "alternative" (finanziamenti, garanzie, acquisizione di partecipazioni) in vista del ritorno *in bonis* della banca o quanto meno della conservazione del complesso aziendale³.

Le soluzioni adottate derivano dalla cause stesse delle negatività rilevate sicché il tentativo di risanamento è spesso consistito in una pluralità di interventi relativi ai differenti profili dell'impresa. Le misure si sono sovente concretizzate in operazioni di ricapitalizzazione o cessione di attività o passività. Non sempre, tuttavia, gli strumenti offerti dalla tradizionale legislazione di settore sono risultati sufficienti per la soluzione della crisi, e talvolta sono stati necessari interventi legislativi *ad hoc* per consentire un sostegno pubblico.

Sicché, accanto alle procedure speciali previste dalla legge bancaria si sono via via affiancati strumenti creati di proposito, come il d.m. 27 settembre 1974 (c.d. "decreto Sindona")⁴, o vari interventi di ricapitalizzazione riservati agli istituti pubblici grazie ad appositi provvedimenti legislativi⁵. In particolare, sul "decreto Sindona", introdotto come tecnica di compensazione nel caso della Banca privata italiana, la critica di fondo era che, in un modo o nell'altro, il costo delle crisi sarebbe ricaduto sulla collettività⁶. Di fronte all'utilizzo reiterato di tale strumento

³ Funzione obbligatoria e primaria dei fondi di garanzia dei depositi è il rimborso dei depositanti, ma interventi diversi e anticipati risultano pienamente giustificati sulla base del principio del "minor onere", ove cioè, attraverso tali interventi, sia possibile ridurre l'impegno finanziario dei partecipanti al fondo. Nel caso di cessione ad altra banca, i fondi di garanzia possono quindi intervenire a coprire lo sbilancio tra attività e passività o attraverso l'offerta di garanzie e finanziamenti alla cessionaria.

⁴ Il meccanismo introdotto con tale intervento normativo è semplice e tradizionale in queste circostanze: concedere alle banche che rilevano attività e passività della banca fallita, finanziamenti a tasso di favore in questo caso l'1 per cento per l'acquisto di titoli di Stato al tasso di mercato, in modo da consentire loro di incassare la differenza netta come "compenso" dei costi sostenuti.

⁵ Si pensi, ad esempio, al d.l. 24 settembre 1996, n. 497, convertito in legge, con modificazioni, dalla l. 19 novembre 1996, n. 588, recante *Disposizioni urgenti per il risanamento, la ristrutturazione e la privatizzazione del Banco di Napoli*, e il d.l. 9 settembre 1997, n. 292, convertito in legge, con modificazioni, dalla l. 8 novembre 1997, n. 388, *Interventi urgenti per la soluzione della crisi della Sicilcassa S.p.a. e per il risanamento e rilancio del Banco di Sicilia S.p.a.*

⁶ Per tutti cfr. G. MINERVINI, *Il "ristoro" ex d.m. 27 settembre 1974 e il fondo interbancario di tutela dei depositi*, in *Giur. Comm.*, 1990, I, 5 ss. In un'intervista pubblicata su *La Repubblica*, G. MINERVINI definiva tale dispositivo «un sistema di salvataggio indiscriminato a spese dello Stato che si pone di fatto in alternativa con forme, già diffuse in altri paesi e recentemente caldegiate anche dalla Banca d'Italia, di protezione dei depositi bancari per mezzo di meccanismi di natura assicurativa o mutualistica». In tale contesto il decreto Sindona – proseguiva MINERVINI – «è una forma di assistenza di cui godono tutti i creditori delle banche dissestate, compresi gli altri istituti di credito:

(in occasione della crisi della Banca Fabbrocini e dell'Ambrosiano), <<la dottrina lamentò, in primo luogo, l'assenza di trasparenza, per poi sottolineare come unico pregio l'essere il "decreto Sindona" uno strumento di salvataggio dell'impresa e non dell'imprenditore>>⁷.

I quesiti di allora sono di estrema modernità: la vigilanza bancaria era di tipo strutturale e la certezza che l'intervento esterno e in special modo pubblico avvenisse "in maniera sistematica" come *modus operandi* caratterizzante qualsivoglia azione delle autorità del settore era riposta essenzialmente nei meccanismi di solidarietà tra le banche per lo più "sollecitati" dalla *moral suasion* della Banca centrale e, in ultima istanza, nell'intervento di rifinanziamento dello Stato ancora una volta attraverso la Banca centrale⁸.

2. La storia recente dei salvataggi bancari. Un quadro ricostruttivo

Nel corso della recente crisi finanziaria, non sono stati attuati ingenti interventi pubblici come è accaduto in altri Stati. Tuttavia, per situazioni non di crisi conclamate, bensì di esigenze di ricapitalizzazione imposte dagli standard europei, caso per caso, alcuni nuovi dispositivi sono stati conati.

Si pensi, in primo luogo, all'art. 12 del d.l. 29 novembre 2008, n. 185, conv. con l. 28 gennaio 2009, n. 2, che autorizzava il Ministero dell'economia e delle finanze a sottoscrivere strumenti finanziari emessi da banche italiane (cd. "Tremonti bond")⁹, previo parere della Banca d'Italia, e gli artt. 23-*sexies* e ss. del d.l. 6 luglio

finché esisterà questo comodo ombrello le banche non saranno mai invogliate a creare il fondo interbancario di garanzia che deve essere finanziato dal sistema creditizio>>.

⁷ Come riporta M. RISPOLI FARINA, *Gustavo Minervini ricercatore e legislatore*, 2016, *datt.*, 5, in una pregevole ricostruzione del profilo scientifico e umano dell'insigne giurista, ricordando che tale strumento si collocava <<fuori dalle regole dell'economia di mercato: l'impresa decotta, con le sue inefficienze non veniva eliminata; erano rimborsati tutti i creditori, comprese le altre banche. In quest'ottica, esso comportava deresponsabilizzazione dei banchieri per scomparsa del rischio, dato che era l'unico modello di salvataggio che lasciava i creditori sostanzialmente immuni dalle conseguenze del dissesto, con palese violazione del dettato costituzionale>>.

⁸ Siffatto sistema, sottolinea V. SANTORO, *Crisi bancarie, ruolo dell'informazione e protezione del cliente*, in www.regolazionedeimercati.it, 2015, 2, <<è rimasto, nelle linee essenziali, immutato nel tempo, pur subendo modificazioni significative: ad esempio riguardo all'introduzione del fondo di garanzia dei depositi e all'abbandono del decreto Sindona>>.

⁹ Per un'illustrazione critica dei nuovi strumenti v. M. RISPOLI FARINA, *Note a margine dei "Tremonti bond"*, in *Società*, 2009, 767 ss.

2012, n. 95, inseriti dalla l. 7 agosto 2012, n. 95 e modificati con l. 24 dicembre 2012, n. 228, per il rafforzamento patrimoniale del Monte dei Paschi, mediante la sottoscrizione da parte del Ministero dell'economia di strumenti finanziari parzialmente computabili nel patrimonio di vigilanza (c.d. "Monti bond") e la restituzione dei titoli emessi ai sensi del precedente d.l. 185/2008. La parziale conversione in azioni di quest'ultimo prestito ha reso lo Stato azionista della banca in questione.

Tuttavia, la stabilizzazione del sistema bancario è diventata una priorità nazionale solo a partire dalla prima parte del 2016. Preme constatare come l'insacco della crisi bancaria a livello nazionale sia nato dalla risoluzione obbligata ma **tardiva** della crisi delle quattro banche medio-piccole (Banca Marche, Carichieti, la stessa Carife ed Etruria), che ha richiesto a fine 2015 l'attivazione del meccanismo di *bail-in* sul modello concordato con la EU, provocando a cascata la sfiducia dei risparmiatori e degli investitori istituzionali sull'intero sistema bancario italiano.

Nel caso di specie il governo ha adottato, forse precipitosamente, una soluzione "italiana" di *bail-in* "sequestrando" le quattro banche in pieno dissesto, azzerando di fatto il capitale (a quel punto quasi certamente negativo), ripulendole e separandole dalle sofferenze accertate, e costringendo le altre banche sane (BCC comprese) a ricapitalizzare i quattro istituti risanati (*good banks*) e l'unica *bad-bank*¹⁰ destinata a raccogliere le sofferenze degli enti in questione¹¹.

¹⁰ Alla costituzione dei quattro enti ponte (uno per ciascuna banca) si è proceduto con decreto legge (d.l. 22 novembre 2015, n. 183, decaduto in quanto non convertito e il cui contenuto è stato in seguito riprodotto nell'art. 1, comma 843, della l. 28 dicembre 2015, n. 208 – c.d. "legge di stabilità").

¹¹ Per i dettagli dell'operazione v. BANCA D'ITALIA, *L'attività di vigilanza svolta dalla Banca d'Italia: linee generali e interventi nei confronti delle quattro banche poste in "risoluzione"*, Roma, 30 gennaio 2016. Va anche segnalato che i confini della cessione di diritti, attività e passività alle quattro "banche-ponte", sono stati specificati da ben quattro distinti provvedimenti con cui la Banca d'Italia ha disposto l'azzeramento dei diritti patrimoniali ed amministrativi delle azioni e delle obbligazioni subordinate, e da altri quattro con cui la stessa autorità ha ordinato, nel rispetto dell'ordine stabilito dall'art. 52 D.lgs n. 180/2015, la cessione di tutti i diritti, le attività e le passività costituenti le aziende bancarie alle nuove banche ponte, Tale ultima disposizione – è bene precisarlo – introduce il principio di uniformità tra le categorie di creditori, e il divieto per i titolari degli strumenti finanziari di un trattamento peggiore di quello che potrebbero ricevere in caso di avvio delle procedure concorsuali altrimenti applicabili.

Sono stati utilizzati al contempo istituti nuovi e meccanismi preesistenti: si è fatto ricorso, da un lato, alla riduzione (o meglio all'azzeramento, in relazione all'entità delle perdite) delle azioni e delle obbligazioni subordinate emesse dalle quattro banche (*write down*); mentre, dall'altro, gli strumenti di risoluzione utilizzati (in base all'art. 39 del d.lgs. n. 180/2015) sono stati la cessione di azienda all'ente ponte e la cessione delle sofferenze ad una società veicolo (*bad bank*)¹².

Ma già qualche mese prima, nell'estate del 2015, le crisi di alcune banche regionali (Tercas e Carife) erano state affrontate ricorrendo in modo "improprio" al sostegno del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (FITD), che "silenziosamente" aveva deliberato acquisizioni di quote azionarie delle due banche, senza disporre dei mezzi necessari e contando sui versamenti volontari degli altri operatori sani del settore, pronti a "tassarsi" pur di evitare il panico tra i clienti¹³. Di lì a poco, anche Crediveneto è stata dissolta e affidata ad una nuova banca (Banca Sviluppo) finanziata in corsa dal sistema delle BCC.

Sulla scia dei meccanismi sopra descritti e allo scopo di contrastare questa inaspettata minaccia di contagio, il governo ha emanato due provvedimenti (d.l. n. 18 del 14 febbraio 2016 (convertito in legge 8 aprile 2016, n. 49) recanti misure

¹² Per un approfondimento cfr., *inter alia*, A. DE ALDISIO, *La gestione delle crisi nell'Unione Bancaria*, in *Banca impr e soc.*, 3, 2015, 391 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Luci ed ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi*. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio», in *Riv. dir. banc.*, 2, 2016, 1, 5 ss.; P. CARRIÈRE, *Crisi bancaria e bail-in: prime noterelle sui decreti di recepimento della Direttiva BRRD*, in *Riv. dir. banc.*, Approfondimenti, febbraio 2016, 1, 4 ss.; L. ERZEGOVESI, *Il bail-in e le banche italiane: due visioni e tre risposte concrete*. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio», in *Riv. dir. banc.*, 2, 2016, 1, 3 ss.; P. FIORIO, *La responsabilità delle good banks per la vendita delle azioni e delle obbligazioni risolte e le procedure di indennizzo a carico del fondo di solidarietà*. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio», in *Riv. dir. banc.*, 2, 2016, 2 ss.

¹³ Secondo la Commissione Ue il Fondo interbancario di tutela dei depositi «ha agito per conto dello stato italiano» infrangendo le regole europee ha preparato nel frattempo una strada alternativa. L'intervento del sistema bancario a supporto di Tercas è stato trasformato da obbligatorio in volontario e la Popolare di Bari ha rimborsato 55 milioni di obbligazioni subordinate Tercas, disinnescando un possibile secondo caso di risparmiatori "truffati". La Commissione europea, modificando il proprio orientamento ha ritenuto, nonostante che il FITD sia costituito da risorse private, che i suoi interventi siano imputabili allo Stato italiano in ragione dell'approvazione *ex post* da parte della Banca d'Italia delle decisioni che li dispongono e dell'obbligatorietà dell'adesione al Fondo. Affinché l'intervento del Fondo, qualificato come aiuto di Stato, potesse essere considerato compatibile con la disciplina europea, sarebbe stata necessaria la previsione di misure di contenimento della distorsione alla concorrenza, tra le quali, in particolare, la condivisione degli oneri da parte dei detentori di obbligazioni subordinate (c.d. *burden-sharing*).

urgenti per il settore bancario, al fine di contenere l'incidenza del rischio sistemico ed assicurare la stabilità del settore.

Nel dettaglio gli interventi riguardano: l'istituzione di una garanzia pubblica sui crediti bancari in sofferenza e l'introduzione di una serie di disposizioni tese ad accelerare la gestione dei crediti problematici (c.d. *Non Performing Loans* – NPLs)¹⁴. Ad esse si affiancano soluzioni di mercato rappresentate dalla costituzione prima del fondo Atlante e poi di un secondo fondo (Giasone o Atlante 2).

Dal punto di vista metodologico, giova segnalare che le misure in oggetto si inseriscono nell'ampio disegno di ristrutturazione del sistema bancario, avviato nel 2015 con la riforma delle banche popolari, cui ha fatto seguito la riorganizzazione e il riassetto delle BCC (senza tralasciare di menzionare la riforma delle fondazioni bancarie e l'adeguamento allo standard europeo del trattamento fiscale delle svalutazioni), con l'obiettivo di rafforzarlo, e di aumentarne la resilienza agli shock congiunturali.

3. La soluzione della *bad bank* all'italiana

Il regime di concessione della garanzia dello Stato sui titoli emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione delle sofferenze bancarie, di cui al d.l. n. 18/2016, è finalizzato a facilitare la dismissione da parte delle banche italiane dell'ingente ammontare di crediti deteriorati accumulato nell'arco della crisi finanziaria.

È d'uopo premettere che l'adozione di un approccio granulare (o, se si preferisce, frammentario), ove ogni banca provvede ad assumere autonome iniziative finalizzate al superamento delle criticità, si è reso necessario per aggirare il problema degli aiuti di Stato che ha rappresentato l'ostacolo principale durante i negoziati tra l'Italia e la Commissione Europea per la costituzione della *bad bank*.

¹⁴ È solo il caso di segnalare, in questa sede, che tra le innovazioni importanti previste nel decreto legge vi sono il "pegno mobiliare non possessorio" – che avvicina il nostro sistema di garanzie mobiliari agli standard internazionali – e l'allargamento del "patto marciano" che consente il trasferimento del bene senza "passare" dal giudice in caso di inadempimento del debitore.

La *bad bank* di sistema italiana, cioè una società-veicolo unica in cui concentrare tutte le sofferenze accumulate dal sistema bancario italiano, nel corso del negoziato è stata prima declassata a tante piccole *bad bank* create all'occorrenza e poi ad un meccanismo di "garanzia pubblica di cartolarizzazione delle sofferenze bancarie" che poco o niente ha a che fare con il progetto iniziale¹⁵.

In buona sostanza, l'istituzione di una *bad bank* consente di portare alla luce gli assets "deteriorati", ripulendo la banca e aumentando le sua capacità di rifinanziarsi e ricapitalizzarsi¹⁶. Contabilmente, infatti, la creazione di un simile veicolo è una soluzione alternativa all'ipotesi di una ricapitalizzazione, visto che entrambe le operazioni incidono sul rapporto attivo/patrimonio: la rimozione dei crediti problematici agisce sul numeratore, alleggerendolo l'attivo di assets fortemente svalutati; la ricapitalizzazione rafforza il denominatore, aumentando il patrimonio con nuove risorse (difficili oggi da trovare sul mercato). Ciò che cambia fra i due tipi di intervento, per le banche, è la libertà d'azione nella gestione del veicolo: se lo Stato interviene finanziando anche solo parzialmente una *bad bank*, di solito pretende che vengano limitati gli emolumenti dei manager e che alle risorse pubbliche impiegate vengano garantiti rendimenti (sotto forma di

¹⁵ Mette conto ricordare che l'Italia ha visto il primo caso di *bad bank* con la crisi del Banco di Napoli, alla fine degli anni Novanta: il Banco venne acquistato dalla Bnl e dall'Ina per circa 30 milioni di euro, ma, dopo circa due anni di gestione, la disastrosa banca partenopea venne ceduta al San Paolo-Imi. L'istituto torinese conferì i crediti in sofferenza nella SGA, controllata dalla Banca d'Italia, perché tali crediti venissero gestiti in modo da massimizzare il recupero degli assets tossici. Il fine ultimo era quello, appunto, di ridurre al minimo il ricorso all'uso di risorse pubbliche per coprire le perdite. La complessità della situazione rese necessario dedicare particolare attenzione alla progettazione del governo societario della SGA e alla creazione di una struttura specifica di dismissione. Separata dal resto della banca, tale struttura venne istituita sotto la direzione generale del Banco di Napoli, allo scopo di servire la SGA nel recupero dei beni. Un rigoroso principio di separazione contabile e amministrativa governava le relazioni tra la SGA e il Banco di Napoli. Per un'analisi particolareggiata della vicenda si rimanda ai lavori di N. DE IANNI, *Banco di Napoli spa. 1991-2002: un decennio difficile*, Rubettino Università, Soveria Mannelli, 2007, e G. MINERVINI, *La crisi del Banco di Napoli e gli interventi della Fondazione. Alcuni documenti*, in *Dieci anni dell'Istituto Banco di Napoli. Fondazione. 1991-2001*, Casa Editrice Fausto Fiorentino, Napoli, 2002.

¹⁶ Cfr. F. VELLA, *La discarica chiamata Bad Bank*, in *lavoce.info*, 03.02.2009. Come è noto, le *bad bank* vengono create *ad hoc* dagli istituti bancari in difficoltà che non riescono a smaltire grandi quantità di crediti deteriorati. Con tale strumento le banche si sdoppiano e cedono parte del proprio portafoglio ai nuovi veicoli societari che aiutano gli istituti di credito a depurarsi dalle perdite derivanti da crediti anomali, tossici e difficilmente esigibili. La *bad bank* gestisce i crediti anomali ricevuti, correndo tutti i rischi che ne conseguono e godendo, pertanto, degli eventuali rendimenti. Essendo poco sicura la loro realizzazione, i rendimenti risultano potenzialmente più alti.

dividendi, cedole, ...) con il connotato di priorità rispetto alle pretese di remunerazione degli azionisti privati. Tali vincoli, chiaramente, non esistono (o sono meno forti) in caso di aumento di capitale a pagamento sostenuto dal mercato.

3.1. (Segue): il meccanismo delle GACS

Il meccanismo delle GACS (Garanzia sulla Cartolarizzazione delle Sofferenze) – spiegato in un comunicato del MEF (quello sul prezzo è ancora più oscuro) – è in effetti molto complesso.

Per semplificare, il processo di cartolarizzazione può essere descritto come una sorta di alchimia finanziaria dato che permette a titoli illiquidi (come per esempio una polizza assicurativa) di tramutarsi in qualcosa di liquido, vendibile e negoziabile che si finanzia grazie alle entrate che provengono dall'attività sottostante.

Questo può valere anche per la sofferenze bancarie. Secondo lo schema varato dal governo, i crediti in sofferenza oggetto di cartolarizzazione devono essere trasferiti dalla banca cedente alla società di cartolarizzazione, (c.d. *NPLs Servicer*) soggetto terzo rispetto alla banca cedente e non appartenente al suo gruppo¹⁷, per un prezzo non superiore al valore netto di bilancio (valore lordo al netto delle rettifiche)¹⁸.

La *bad bank* finanzia l'acquisto di crediti in sofferenza emettendo obbligazioni (lo strumento negoziabile) sul mercato, che rimborserà in ordine di "importanza" in base a quanti crediti deteriorati riuscirà a recuperare dei debitori della banca. In parole povere: con le obbligazioni si comprano i crediti delle banche e con il recupero dei crediti stessi si ripagano le obbligazioni emesse per acquistarli.

¹⁷ Non viene precisato nulla a proposito del fatto che il *servicer* in questione debba essere o meno iscritto al nuovo albo unico degli intermediari finanziari ex art. 106 del T.U.B. (requisito necessario per chi svolge il ruolo di *master servicer* in una cartolarizzazione, ma non per il *servicer* che gestisce i crediti, cioè lo *special servicer*). Nulla viene precisato nemmeno a proposito del *rating* che questo *servicer* deve avere. I *servicer* sono i primi soggetti a essere pagati dai flussi di cassa derivanti dai recuperi dei crediti, quindi anche prima delle cedole e del capitale dei titoli *senior*.

¹⁸ Tale soggetto potrà essere sostituito dai detentori dei titoli nel corso dell'operazione, a condizione che ciò non comporti un peggioramento del *rating* dei titoli *senior*.

Le *Asset Backed Securities* (ABS) (cioè le obbligazioni "garantite dagli asset") sono suddivise in almeno due classi di titoli, una *senior* ed una *junior* in relazione al rischio di assorbimento delle perdite, salva la possibilità di emettere anche titoli di classe *mezzanine*. Queste tre categorie di obbligazioni vengono collocate al pubblico (o meglio ad intermediari professionali), ed il relativo prezzo di collocamento dovrà incorporare il rischio di fallimento.

I titoli *senior* dovranno possedere un livello di *rating*, assegnato da un'agenzia esterna di valutazione di merito del credito (c.d. ECAI), non inferiore all'ultimo gradino della scala di valutazione del merito di credito *investment grade*. La *Special Purpose Vehicle* (SPV), all'uopo creata, non potrà richiedere la revoca del *rating* fino all'integrale rimborso dei titoli *senior*.

I titoli *junior* non danno diritto alla restituzione del capitale, né al pagamento di interessi o altra forma di remunerazione, sino al rimborso integrale dei titoli *senior* e di quelli *mezzanine* (se emessi). Diversamente, la *senior* è la più sicura in quanto "protetta" dall'esistenza di un cuscinetto fatto dalle *tranches* ad essa subordinate nel rimborso e cioè la *mezzanina* e la *junior*¹⁹.

Per facilitare il buon esito delle operazioni di cartolarizzazione potranno essere previste forme di *credit enhancement* rappresentate dall'attivazione di una linea di credito c.d. di liquidità, in modo da assorbire eventuali disallineamenti tra incassi derivanti dai recuperi e i pagamenti delle cedole, ovvero dalla stipula di contratti di copertura finanziaria del rischio sui tassi di interesse (*swap*).

3.2. (Segue): aspetti operativi

Oltre a definire le caratteristiche delle operazioni ammissibili e dei titoli *senior*, il d.l. 18/2016 disciplina la procedura di richiesta e l'eventuale fase di escussione delle garanzia²⁰.

¹⁹ La cedola dei titoli *senior* e dei titoli mezzanini sarà comunque variabile. Le cedole saranno pagate in via posticipata a scadenza trimestrale, semestrale o annuale e in funzione del valore nominale residuo dei titoli all'inizio del periodo di interessi di riferimento. Il pagamento della cedola dei titoli mezzanini potrà essere differito al ricorrere di determinate condizioni o condizionato al raggiungimento di determinati obiettivi di performance di riscossione.

²⁰ Si veda MEF, Comunicato Stampa n. 20 del 27.01.2016, "Presto disponibile la Garanzia Cartolarizzazione Sofferenze (GACS)".

Per beneficiare della garanzia governativa le banche pagheranno regolarmente una commissione al Tesoro, a patto che ottengano il *rating investment grade* sulle tranche *senior*. Tale garanzia è incondizionata, irrevocabile e a prima richiesta e copre, per l'intera durata dei titoli *senior*, i pagamenti dovuti per capitale ed interessi²¹.

La garanzia diviene efficace solo quando la banca cedente abbia trasferito a titolo oneroso almeno il 50% + 1 dei titoli *junior* o, in ogni caso, un ammontare dei titoli *junior* e, ove emessi, dei titoli *mezzanine*, che consenta l'eliminazione dei crediti oggetto dell'operazione dalla contabilità della banca cedente.

Il prezzo della garanzia, che si paga su base annua, poggia sul grado di rischio del mercato dei *credit default swap* (CDS) con *rating* comparabile a quello della tranche *senior*²², essendo il riferimento al prezzo di mercato un fattore imprescindibile, come si spiegherà più avanti, affinché la garanzia non venga considerata un aiuto di Stato. Il prezzo sarà crescente nel tempo, sia per tenere conto dei maggiori rischi connessi a una maggiore durata dei titoli, sia per introdurre un incentivo a recuperare velocemente i crediti.

La GACS potrà essere concessa dal MEF sulle passività emesse nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione di cui all'art. 1 della Legge 130/1999, a condizione che gli assets sottostanti siano:

- (a) crediti pecuniari classificati come sofferenze;
- (b) oggetto di cessione da parte di banche aventi sede legale in Italia²³.

²¹ Per maggiori dettagli si rinvia al provvedimento attuativo del Ministro delle finanze (11 agosto 2016) che chiarisce l'intera struttura dell'operazione.

²² Per spiegare in maniera più articolata come funzionerà il suddetto meccanismo il Tesoro ha emesso una seconda nota del 28/01/2016 dal titolo "GACS: come sarà calcolato il prezzo della garanzia", in cui precisa che la <<garanzia avrà un prezzo di mercato, comprenderà una remunerazione in linea con quella di mercato per i rischi assunti dallo Stato, e dipenderà dalla durata dei titoli garantiti>>. Sempre nella nota vengono poi elencati una serie di fattori tecnici su cui verrà costruita la garanzia, come le caratteristiche del paniere di prezzi CDS su cui calcolare il prezzo, l'applicazione di una commissione crescente nel tempo e le modalità di calcolo di un meccanismo di maggiorazione ad essa legata.

Secondo lo schema deliberato, infatti, la garanzia è concessa a fronte di un corrispettivo annuo determinato a condizioni di mercato, facendo riferimento a tre panieri CDS (*credit default swap*) riferiti a singoli emittenti italiani il cui *rating*, emesso da S&P, Fitch o Moody's, sia valutato ad un livello almeno pari all'*investment grade* corrispondente a quello assegnato ai titoli *senior* che dovranno essere assistiti dalla garanzia.

²³ Per finanziare la GACS, il MEF ha istituito un apposito fondo con una dotazione per l'anno 2016

Una prima amara constatazione. Per superare i veti della Commissione europea, paradossalmente lo Stato garantirà quegli ABS che non hanno bisogno di essere garantiti, perché rimborsati per primi e ultimi a rimetterci in caso di perdite. Mentre nelle tranche dove si nascondono i maggiori rischi di perdita per le banche o per gli investitori, e dove si concentra la questione del prezzo di vendita, il Ministero dell'Economia non entra.

4. Le principali esperienze europee in materia di *bad bank*

La possibilità di costituire un veicolo finanziario al quale trasferire le attività deteriorate e di difficile valutazione è una tra le misure previste dalla direttiva sulla gestione delle crisi degli intermediari (*Bank recovery and resolution directive*). Nel quadro articolato degli strumenti di risoluzione, l'art. 40 della direttiva 2014/59/UE (*Bank Recovery and Resolution Directive - BRRD*) conferisce all'autorità di risoluzione (AR) il potere di disgiungere gli attivi buoni dagli attivi deteriorati o difficili da valutare esistenti nel bilancio di una banca in crisi e di trasferire questi ultimi a una società-veicolo (*bad bank*) allo scopo di facilitare l'utilizzo o di assicurare l'efficacia di un altro strumento di risoluzione della crisi della banca medesima. Nella prospettiva adottata dal legislatore europeo, la *bad bank*, infatti, può sorgere solo in combinazione con altri strumenti di *resolution*, non potendo evidentemente risultare fine a sé stessa la creazione di una società provvista di poste contabili – per definizione – di cattiva qualità²⁴.

Sempre con l'intento di scongiurare *ab origine* il pericolo che siffatto dispositivo venga usato esclusivamente come aiuto di Stato, con conseguenti distorsioni competitive e rischi di *moral hazard*²⁵, il quadro di risoluzione delle crisi dispone

di 100 milioni di euro, che sarà poi ulteriormente alimentato con i corrispettivi annui delle GACS di volta in volta concesse.

²⁴ L'AR – disponendo di tutti i poteri necessari, e garantendo comunque il rispetto della *par condicio creditorum* – può dare vita ad uno *special purpose vehicle* – anche in questo caso, interamente o parzialmente partecipato dal pubblico e gestito da manager di nomina pubblica – in cui siano conferite le attività deteriorate. Nell'impostazione iniziale della BRRD, il veicolo di gestione era configurato come a totale capitale pubblico, di proprietà di una o più autorità pubbliche, nel cui novero poteva figurare anche l'Autorità di risoluzione.

²⁵ Cfr. A. ARGENTATI, *Sistemi di garanzia dei depositi e crisi bancarie: c'è aiuto di Stato?*, in *Merc. conc. reg.*, 2, 2015, 319 ss.

che l'istituto della separazione possa essere attuato soltanto congiuntamente all'impiego di un altro strumento (banca-ponte, vendita dell'attività d'impresa o riduzione del debito) e se la situazione di mercato degli attivi oggetto di trasferimento sia tale per cui «una loro liquidazione con procedura ordinaria di insolvenza potrebbe incidere negativamente su uno o più mercati finanziari» (art. 42, par. 5, lett. a, BRRD) siffatto schema operativo assicura, peraltro, che la banca che riceve aiuto venga anche ristrutturata²⁶.

Le esperienze di altri Paesi sul fronte della *bad bank* segnalano che per avere successo una simile iniziativa deve operare su larga scala e avere un profilo d'investimento sufficientemente lungo. In particolare, le esperienze di Irlanda, con NAMA, e Spagna, con SAREB, sono quelle che hanno riportato i migliori risultati in termini di pulizia dei bilanci bancari e conseguente rilancio del settore finanziario.

Importanti sono anche le evidenze registrate in UK e Germania. Anche questi paesi hanno costituito delle *bad bank*, ma a differenza di Irlanda e Spagna le società veicolo hanno avuto come obiettivo quello di gestire casi specifici di dissesti bancari (*Northern Rock* e *Bradford & Bingley* per l'UK e *West Lb* e *Hypo Re* per la Germania).

Tra i Paesi periferici meno brillante è stato il risultato ottenuto dalla *bad bank* costituita nel 2013 in Slovenia, la *Bank Assets Management Company* (BAMC). Questa società veicolo è stata in grado di reperire risorse sul mercato grazie alla garanzia concessa dalla Repubblica Slovena sulle sue emissioni obbligazionarie. Va però anche ricordato che il capitale di BAMC è interamente detenuto dallo Stato e che le banche che hanno potuto cedere crediti al BAMC sono quelle che hanno ricevuto iniezioni di capitale pubblico²⁷.

Nel caso di NAMA e SAREB, le due *bad bank* hanno previsto la compartecipazione al capitale dei privati, mentre non è stato utilizzato lo

²⁶ È di questo avviso S. BONFATTI, *Le procedure di prevenzione e di regolazione delle situazioni di "crisi" delle banche nella prospettiva della integrazione comunitaria*, Relazione al Convegno "L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità ed innovazioni", 26 ottobre 2012, in *Il caso.it*, 19 novembre 2013, 1, 17.

²⁷ Inoltre, BAMC si è concentrata esclusivamente sull'acquisto di sofferenze bancarie delle due principali banche slovene, per un importo complessivo di 5 miliardi di euro (circa l'11 per cento del totale attivo di sistema).

strumento della garanzia pubblica statale.

In sostanza, si è dapprima lasciato che alcuni Paesi *core* agissero privi di vincoli nel sostegno al proprio sistema bancario, per poi irrigidire la normativa per le altre economie. Un percorso che solleva ovvi interrogativi – i sistemi che hanno usufruito di sostegni “liberi” sono ora più concorrenziali rispetto ad altri che non possono più godere dello stesso trattamento – ma che resta comunque aperto, a condizione che la costituenda *bad bank* non si configuri come un aiuto di Stato.

La sintesi delle principali testimonianze di *bad bank* mette in luce alcuni tratti distintivi ricorrenti, e talune opzioni alternative cui guardare:

a) in quasi tutti i casi prospettati, lo Stato si è fatto garante della stabilità del sistema bancario assumendosi una quota delle perdite già registrate o di quelle potenziali;

b) in molti casi, le soluzioni di *bad bank* sono state proposte e realizzate con i singoli istituti interessati. In altri, si è invece proceduto a soluzioni di sistema che realizzassero l'accentramento degli attivi problematici di più banche presso un unico veicolo e un'unica società di recupero e gestione dei crediti, patrimonializzata e garantita dallo Stato;

c) nella maggior parte dei casi, il ruolo pubblico (sempre presente nella “pubblicizzazione” delle perdite) è stato di fatto preponderante, limitando gli interventi di terzi ai finanziamenti di debito spesso concessi dalle banche cedenti gli asset e comunque garantiti dallo Stato. In altri casi, come negli USA con il “Piano Geithner”, l'utilizzo di capitali privati è stato previsto e sollecitato, per aumentare la capacità di messa in gioco di nuove risorse finanziarie e anche per assicurare l'applicazione di logiche di mercato tese ad aumentare l'efficienza/efficacia dell'intervento.

Si tratta, a ben riflettere, di esperienze ritagliate su misura sul settore bancario di un Paese. Si rivelano efficaci se riescono a ristabilire la fiducia nel sistema finanziario riassorbendo gli asset tossici, fanno ripartire l'erogazione del credito e creano una struttura effettivamente in grado di recuperare questi crediti.

5. *Bad bank* e aiuti di Stato: il caso italiano

L'intervento statale ha senso solo ove sia possibile concedere la garanzia ad un prezzo agevolato; oppure – come si è ricordato sopra – nell'ipotesi di una "bad bank di sistema". In questi due casi lo Stato ricoprirebbe una funzione che un soggetto privato non vorrebbe o potrebbe svolgere.

Un ruolo decisivo nella scelta tra le diverse opzioni praticabili è rivestito dalla normativa sugli aiuti di Stato. Dall'agosto del 2013 la disciplina europea si è fatta molto più stringente al riguardo²⁸. Dopo i casi di interventi del settore pubblico nell'industria bancaria molto consistenti, attuati anche dai Paesi core dell'Area euro, come Germania e Francia, e dal Regno Unito, la Commissione Europea ha deciso di introdurre delle condizioni più rigide²⁹. Nello specifico, la *Banking Communication* ha previsto la facoltà per le banche di ricevere aiuti solo a fronte della preventiva approvazione di un piano di ristrutturazione. Questa scelta è stata motivata dalla Commissione con la volontà di evitare il ripetersi di casi in cui il sostegno agli istituti di credito avviene solo sulla base della generica esigenza di difendere il sistema bancario nazionale³⁰.

Nel caso italiano, la materia del contendere è stata la garanzia statale. La lunga negoziazione tra il governo e la Commissione Ue nasce da una contraddizione di fondo tra due obiettivi in contrasto tra di loro: quello di agevolare la vendita sul mercato delle sofferenze bancarie, grazie alla garanzia statale, e quello di evitare che tale garanzia sia un aiuto di Stato³¹.

²⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *Communication from the Commission on the application, from 1 August 2013, of State aid rules to support measures in favor of banks in the context of the financial crisis* ("Banking Communication"), 2013/C 216/01, 30.7.2013.

²⁹ Sulle ragioni che hanno indotto la Commissione Ue a procedere per questa "strada" e le implicazioni che ne sono conseguite, si rinvia, per un approfondimento, a A. CANEPA, *Il difficile equilibrio fra concorrenza e aiuti di stato nella crisi: ruolo e scelte della commissione nel settore bancario*, in *Amministrazione in cammino*, 15.07.2016.

³⁰ Sul punto cfr. M. LIBERATI, *La crisi del settore bancario tra aiuti di Stato e meccanismi di risanamento e risoluzione*, in *Riv. ital. dir. pubbl. comun.*, 6, 2014, 1345 ss.; D. ROSSANO, *Gli aiuti di Stato alle banche e le ritrattazioni della Commissione: tra distorsioni della concorrenza e (in)stabilità finanziaria (nota a sentenza del Tribunale UE del 12 novembre 2015, Causa T. 499/12)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, II, 2016, n. 1, 11 ss.; G. BOCCUZZI, *La risposta europea alla gestione delle crisi bancarie: alcune riflessioni critiche*, in *Bancaria*, n. 4/2016, 15 s.

³¹ Si rinvia, per un approfondimento, a COMMISSIONE EUROPEA, *Aiuti di Stato: la Commissione approva le misure di gestione delle attività deteriorate per le banche in Ungheria e Italia*, (IP/16/279), Comunicato stampa, Bruxelles, 10.02.2016.

Idealmente, l'Italia avrebbe creato un sistema molto più radicale, per acquistare direttamente i prestiti in sofferenza fuori dai bilanci delle banche, tipo il salvataggio bancario spagnolo del 2012. Ma, come si è già ricordato, da allora le norme UE sugli aiuti di Stato sono state inasprite in modo significativo, il che significa che il governo italiano ha dovuto accontentarsi di una garanzia statale applicata a tranche *senior* di crediti in sofferenza, al prezzo di un "tasso di mercato".

Il punto cruciale del negoziato è risultato essere <<il prezzo al quale gli asset vengono trasferiti alla *bad bank*>>³². Occorre premettere che scopo dello strumento in questione è quello di riuscire a liquidare le attività ad un prezzo migliore rispetto a quanto potrebbe avvenire nell'ambito di una procedura ordinaria di insolvenza, quando cioè gli asset rimangono in capo alla banca in crisi, e di non creare ripercussioni negative nel mercato per effetto della vendita delle suddette attività. Per raggiungere entrambi gli obiettivi, gli attivi dovrebbero essere trasferiti a valore di mercato o di lungo termine, in modo da valorizzare le perdite al momento della dislocazione.

In linea teorica, si può ritenere che allorché la mole delle sofferenze bancarie sia tale da presentare un rischio di dimensione sistemica è ipotizzabile anche un intervento pubblico. Il problema, però, non è tanto stabilire quanto sia giusto, oneroso o rischioso affidare questo tipo di garanzia allo Stato, piuttosto, capire se così facendo lo Stato finisca col subsidiare questa operazione facendo pagare la garanzia meno di quanto sarebbe costata ricorrendo al mercato. È del tutto evidente che in questo caso si verificherebbe una inevitabile distorsione della concorrenza che porterebbe a qualificare questa operazione un aiuto di Stato. Sul punto, la Commissione ha di recente affermato un principio chiave. Si ritiene, infatti, che se uno Stato membro dell'UE interviene come farebbe un investitore

³² In merito alle vicende di cui si discute, M. VESTAGER, Commissaria responsabile per la Concorrenza, ha dichiarato: <<Le decisioni assunte oggi dimostrano che la normativa dell'Ue mette a disposizione degli Stati membri vari strumenti per avviare il risanamento dei bilanci delle banche, con o senza il ricorso agli aiuti di Stato. La Commissione in questo contesto si limita a garantire che le misure scelte dai governi nazionali non producano un eccessivo aggravio sulla spesa pubblica o una distorsione della concorrenza nell'Ue>>.

privato ed ottiene una remunerazione (spesa di commissione) per il rischio assunto equivalente a quella che avrebbe accettato l'investitore privato, l'intervento non costituisce un aiuto di Stato³³. L'esecutivo UE ha concluso affermando che se così configurata questo tipo di garanzia si sostanzia in una mera operazione di mercato³⁴.

Per individuare il prezzo di cessione/acquisizione "giusto" è opportuno richiamarsi al principio espresso dalla Commissione Ue secondo cui se uno Stato membro interviene come farebbe un investitore privato ed ottiene una remunerazione per il rischio assunto equivalente a quella che avrebbe accettato l'investitore privato, l'intervento non costituisce un aiuto di Stato.

Un'applicazione concreta di tale postulato si è avuta per l'approvazione del progetto della *bad bank* varato dal governo ungherese (MARK). In questo caso, la Commissione UE ha concluso che la metodologia applicata nel caso *de quo* per determinare il prezzo di cessione assicura una valutazione in linea con il mercato per le seguenti motivazioni:

i) i modelli di valutazione a livello granulare sviluppati per ciascuna categoria di attività si basano su parametri prudenti e su metodi di valutazione ampiamente accettati, e consentono di determinare i prezzi in base alle condizioni di mercato. Inoltre questi modelli sono stati calibrati in base agli ultimi dati disponibili per quanto riguarda i prezzi delle operazioni sui mercati;

ii) la MARK affiderà a un esperto indipendente l'esecuzione della valutazione, che sarà effettuata con i modelli messi a punto e sarà quindi nuovamente controllata da un validatore qualificato;

iii) saranno inoltre adottate misure aggiuntive, quali un massimale sul prezzo di cessione e la verifica *ex-post* delle operazioni, per garantire che le operazioni effettivamente concluse non configurino aiuti di Stato.

³³ Sempre con l'intento di minimizzare il sorgere di pericolosi effetti distorsivi nel mercato delle attività è previsto che i trasferimenti di proprietà, quando parziali, siano soggetti a clausole di salvaguardia. Il valore economico a lungo termine («*valore economico reale*») delle attività è definito sulla base dei flussi di cassa sottostanti e di orizzonti temporali più ampi.

³⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Aiuti di Stato: la Commissione approva le misure di gestione delle attività deteriorate per le banche in Ungheria e Italia*, cit.

Nella stessa circostanza, chiamata a pronunciarsi anche sullo Schema di garanzia statale italiano, la Commissione ha evidenziato che <<le garanzie pubbliche sui titoli *senior* saranno remunerate ai livelli di mercato in base al rischio assunto, avranno cioè una remunerazione accettabile per un operatore privato alle condizioni di mercato>>. In sostanza lo Stato italiano <<assumerà un rischio limitato>>, inoltre <<sarà il mercato a testare e confermare la distribuzione del rischio delle tranche e l'assetto dei veicoli di cartolarizzazione prima che lo Stato assuma un qualsiasi rischio>>. In tal modo si avrà che <<la remunerazione dello Stato per il rischio assunto sarà ai livelli di mercato>>.

5.1. (Segue): alcuni primi rilievi critici

Il meccanismo descritto è abbastanza usuale nelle operazioni di cosiddetta “**cartolarizzazione**”, ma comporta un rischio: che il prezzo di cessione dei crediti non corrisponda al loro valore “reale” perché negoziato tra due controparti non indipendenti tra loro³⁵.

Da un punto di vista strettamente tecnico, è assodato che la definizione di un prezzo corretto di cessione è indiscutibilmente prodromica al successo dell'operazione: un prezzo troppo basso è in danno dei creditori della società fallita (o della nuova realtà che si vuole alleggerire di tale incombenza); mentre un prezzo troppo alto pregiudica il successo della *bad bank*, giacché l'operazione non è conveniente per la banca che vuole liberarsi delle sofferenze. La determinazione del prezzo corretto è, ad ogni buon conto, affare complicatissimo poiché intervengono sia elementi di natura contingente e sia di natura politica che rendono oltremodo ardua una pretesa valutazione oggettiva degli asset ceduti.

Se, infatti, il prezzo di vendita risultasse eccessivo, la differenza rispetto al prezzo effettivo costituirebbe una perdita potenziale che graverebbe sul bilancio

³⁵ Nelle operazioni “di mercato” questo rischio è trascurabile, dato che la banca è consapevole del fatto che se intende liberarsi dei titoli emessi dalla *bad bank*, deve farlo a “**prezzi corretti**” pena il rischio di non trovare compratori. Non è detto che la stessa cosa accada anche in un'operazione in cui interviene lo Stato con la sua garanzia. È evidente, infatti, che in questo caso le banche e le *bad bank* potrebbero cedere alla tentazione di gonfiare i prezzi, approfittando della presenza del Tesoro e delle sue garanzie per scaricare sui contribuenti gli effetti della sopravvalutazione dei crediti ceduti.

della *bad bank*. Il guadagno della banche, in questo caso, si tradurrebbe in una perdita per il sistema (e per i *taxpayers*).

Se, al contrario, le sofferenze fossero trasferite a titolo gratuito, la *good-bank* cancellerebbe *sic et simpliciter* quei crediti dubbi e registrerebbe, di conseguenza, una perdita nei suoi bilanci.

Dunque, riprendendo le fila del discorso sopra impostato, se il prezzo è troppo basso, la garanzia diventa un aiuto di Stato, e tale effetto comporta l'applicazione del famigerato *bail-in*: gli azionisti e i creditori della banca dovranno subire severe perdite, secondo un ordine prestabilito. Naturalmente in questo secondo caso lo strumento della garanzia statale diventerebbe di fatto inutilizzabile: ogni banca che ne facesse richiesta subirebbe la stessa sorte delle quattro banche regionali "salvate" con il decreto governativo del novembre 2015³⁶.

Anche per queste ragioni, il meccanismo andrebbe reso più efficace prevedendo la cessione di un *mix* di crediti buoni e cattivi alla *bad bank*. In tal guisa il rischio del portafoglio crediti ceduto dalle banche sarebbe mitigato perché gli interessi attivi sui crediti buoni sosterrrebbero gli interessi passivi da pagare sugli ABS. Anche lo Stato potrebbe limitarsi a garantire (a condizioni di mercato) quella parte degli ABS che si situa a cavallo tra i titoli *senior* e quelli *junior* (i titoli *mezzanine*). Questo migliorerebbe ulteriormente la qualità del credito degli ABS e ridurrebbe tanto gli interessi da pagare quanto la dimensione della porzione *junior*, risolvendo i problemi di appetibilità di questa *tranche*. In sostanza, la *junior* e la garanzia dello Stato costituirebbero per la banca una sorta di "rateizzazione" delle perdite non ancora contabilizzate sui crediti dubbi con indiscutibili benefici patrimoniali per l'ente creditizio. Ovviamente, dimensione della *junior*, costo della garanzia sulla *mezzanine* e rendimenti degli ABS andrebbero calibrati in relazione alle caratteristiche del *mix* di crediti buoni e cattivi conferiti.

³⁶ Su questi aspetti sia consentito rinviare a M. RISPOLI e L. SCIPIONE, *La vendita e la separazione delle attività*, in M.P. CHITI e V. SANTORO (a cura di), *L'unione bancaria europea*, Pisa, 2016, 556 s.

6. Il fondo Atlante. Profili strutturali e linee di azione

È quanto mai prematuro formulare una previsione sulla portata del progetto GACS, dato che l'adesione al meccanismo e i dettagli delle cartolarizzazioni varieranno da banca a banca. Per quanto tale soluzione rappresenti un passo avanti per risolvere il problema delle sofferenze, tuttavia non è stata accolta come la ricetta prodigiosa che i mercati si aspettavano. Trattandosi di un meccanismo ad adesione volontaria, le banche non sono costrette a raccogliere nuovo capitale, e questo favorirebbe sia gli azionisti (per il rischio di diluizione) sia, nel lungo termine, gli obbligazionisti (per il rischio di *bail-in*).

Gli istituti di dimensioni ridotte in genere sono più vulnerabili sul fronte del rapporto tra sofferenze e capitale, e probabilmente saranno più incentivate ad aderire al meccanismo. D'altra parte, contro una simile decisione pesano alcune considerazioni sul rischio di reputazione e persino sui costi del meccanismo. Non mancheranno altre complessità derivanti dal trattamento delle cartolarizzazioni da parte delle agenzie di *rating*, il cui giudizio dipenderà dalla natura e dalla qualità del portafoglio di crediti deteriorati (p.es. residenziali o commerciali, garantiti o non garantiti), ma anche dai vincoli di servizio e non solo.

Il mercato potrebbe scegliere di fare da solo: aggregare le sofferenze in qualche scatola creata da un gruppo di banche; oppure mettere al lavoro i suoi "illusionisti" per sfruttare le pieghe offerte dalla Commissione europea, e chiedere così l'aiuto di un gigante...

L'altro strumento ideato per fronteggiare l'emergenza è il fondo Atlante³⁷: una nuova creatura governativo-bancaria che agisce con le sembianze, dal punto di vista strettamente tecnico, di un Fondo di Investimento Alternativo (FIA) di tipo chiuso, di natura teoricamente privata, gestito da una SGR indipendente. Il Fondo nasce per soddisfare due finalità: i) assicurare il successo degli aumenti di capitale richiesti dall'Autorità di vigilanza per le banche che si trovano a fronteggiare oggettive difficoltà di mercato³⁸; e ii) risolvere il problema dei crediti

³⁷ Secondo la mitologia greca Atlante è il titano che venne condannato da Zeus a reggere l'intera volta celeste.

³⁸ Per la precisione, secondo il regolamento del fondo, Atlante investirà "esclusivamente" in banche

in sofferenza.

Nel primo caso, il patrimonio del Fondo viene investito in banche con *ratios* patrimoniali inferiori ai minimi stabiliti nell'ambito del *Supervisory Review and Evaluation Process* promosso dalla BCE, e che quindi sono chiamate, su indicazione dell'Autorità di vigilanza, a compiere interventi di rafforzamento patrimoniale mediante aumenti di capitale.

In quest'ambito, pertanto, Atlante agisce:

1) mediante sottoscrizione di azioni in offerte al mercato, tramite accordi con uno o più membri del consorzio di collocamento o tramite collocamenti privati dedicati al fondo stesso;

2) con la sottoscrizione di una quota massima del 75% per singola emissione a meno che la sottoscrizione di una quota maggiore non sia necessaria ai fini del buon esito dell'operazione;

3) sempre che l'investimento non comporti l'obbligo di OPA.

Con riguardo al secondo obiettivo, il patrimonio di Atlante sarà investito in crediti non performanti (*non performing loans*) di banche italiane anche garantite da asset tramite:

1) tranche *junior* o (occasionalmente) *mezzanine* (ovvero capitale di debito che può essere convertito in credito o *equity* se il prestito non è pagato nei termini previsti e interamente);

2) veicoli creati *ad hoc*;

3) beni mobiliari, immobiliari o altri diritti.

L'obiettivo dichiarato è, dunque, quello di consentire alle banche di deconsolidare uno stock importante di attivi problematici, in tempi significativamente più brevi rispetto a quelli attualmente previsti dal mercato, contribuendo a liberare risorse per nuovi impieghi a favore dell'economia reale.

che abbiano *ratio* patrimoniali inferiori ai minimi SREP entro una finestra temporale che si chiude a giugno 2017. Dopo questa data, l'intera quota del fondo non investita in banche potrà essere investita in *Non Performing Loans*. Una volta entrato nel capitale, tuttavia, Atlante potrà intervenire nuovamente in caso di ulteriori necessità. Il fondo, che ha durata quinquennale (più una proroga di 3 anni), potrà infatti considerare l'opportunità di investire in «eventuali ulteriori» aumenti di capitale di banche già «in portafoglio» fino al «30 giugno 2019», qualora ci fossero nuove richieste della Vigilanza. Il tutto «sempre e soltanto sino a concorrenza massima del 70%» del fondo.

Tecnicamente, l'intervento di Atlante dovrebbe condurre al **"repricing", ovvero al "riprezzamento" dei crediti in sofferenza**. Come si è illustrato in precedenza, quando si discuteva della creazione della *bad bank* italiana il problema era fissare il prezzo delle sofferenze, dato che **il valore dato dal mercato è molto più basso di quello iscritto in bilancio da parte delle banche**.

6.1. (Segue): alcuni aspetti problematici

Ad un primo sguardo, *nihil sub sole novi*: con Atlante si è creata la solita scatola vuota o se si vuole, ricorrendo al gergo calcistico, un *falso nueve*.

Tant'è che la nascita del fondo pone una serie di nuove questioni alle quali si ritiene di dover dedicare qualche riflessione più approfondita. A partire dalla **struttura legale** e patrimoniale di Atlante, per arrivare ai **profili antitrust** e alla gestione dei **conflitti d'interesse**, passando per la *governance* e l'economicità della gestione.

1) Secondo le affermazioni di Salvatore Rossi (Direttore Generale della Banca d'Italia) scopo di Atlante è di ridurre il rischio sistemico, evitando <<i timori di un effetto domino>> a causa delle difficoltà delle singole banche. Stiamo dunque parlando di uno strumento disegnato per salvare quelle banche (e nel frattempo magari per levare le castagne dal fuoco a quelle istituzioni creditizie che si sono esposte forse eccessivamente garantendo gli aumenti di capitale necessari) che non potrebbero essere salvate a condizioni di mercato.

Nelle intenzioni dei promotori, agendo in qualità di azionista di ultima istanza per gli istituti che sono troppo deboli per raccogliere capitali sul mercato, il Fondo dovrebbe prevenire efficacemente la risoluzione nel settore bancario (e le sue conseguenze) nel breve periodo³⁹. Atlante agirebbe quindi da "back stop facility", **pronto a comprare l'inoptato, ovvero le azioni rimaste invendute al termine dell'aumento di capitale, preso atto che** già solo la presenza di questo paracadute dovrebbe rassicurare gli investitori e quindi favorire la conclusione positiva

³⁹ Va da sé che se l'autorità di vigilanza richiede che una banca aumenti il capitale e la banca non riesce a farlo ricorrendo al mercato, l'ente sarà posto in risoluzione.

dell'operazione di rafforzamento patrimoniale.

Tuttavia, se per un verso Atlante allontana la necessità di risoluzione nel settore bancario a breve termine, dall'altro accresce il rischio sistemico e il *moral hazard* nel lungo periodo. Come si è già avuto modo di sottolineare, tradizionalmente strumenti e soluzioni previsti dall'ordinamento italiano hanno favorito il *moral hazard*, perché proprio il loro positivo impiego ha contribuito a ingenerare la certezza che, attraverso l'intervento di altri intermediari o dei fondi di garanzia, un salvataggio della banca in crisi fosse sempre possibile⁴⁰.

Se si guarda più in profondità, ci si accorge, infatti, che rimuovere la minaccia di risoluzione a prescindere dal risultato del mercato ha come effetto collaterale ulteriore quello di accumulare rischio sui bilanci di un sistema bancario che è già molto interconnesso e che attualmente conserva aree diffuse di intrinseca debolezza. Il timore, che pare legittimo manifestare, è che il Fondo accresca l'esposizione delle banche più forti che si espongono per salvaguardare gli istituti più deboli, con prospettive negative per il merito di credito delle prime. È pur vero che nel settore finanziario le interconnessioni tra istituti creano un rischio sistemico e giustificano anche "terapie di gruppo", ma tale effetto è esattamente ciò che la nuova disciplina europea delle crisi intende eliminare stabilendo una metodologia precisa di gestione delle crisi⁴¹.

Resta, pertanto, difficile prevedere ad oggi le modalità attraverso cui questo tipo di interventi sarà capace di contenere il rischio di un effetto domino nel lungo periodo. Del resto, la necessità di promuovere il fondo Atlante nasconde l'impossibilità tecnica (almeno al momento) di procedere con la risoluzione di una banca di medie-grandi dimensioni. Si avverte in queste pieghe del progetto la

⁴⁰ Cfr. L. ZINGALES, *Le ragioni del fondo Atlante*, in *Il Sole 24 Ore*, 19.04.2016.

⁴¹ Si tratta di uno schema, come richiamato in un articolo del Financial Times, che aumenta le interconnessioni tra le banche, in piena contraddizione con l'obiettivo chiave dei regolatori dalla fine della crisi finanziaria del 2008, ovvero scoraggiare le banche dal detenere debito o azioni di altre banche per evitare, in caso di fallimento di un grande istituto di credito, perdite massicce per tutto il sistema finanziario. Stesso concetto espresso anche dal "think tank Bruegel" (*Brussels European and Global Economic Laboratory*) secondo il quale l'idea di avere un fondo, finanziato dalle banche, che compra azioni bancarie invendute è pericoloso, poiché, con l'aumento delle interconnessioni nel sistema bancario italiano, aumenta esponenzialmente il rischio sistemico che potrebbe avere conseguenze molto gravi su un settore potenzialmente ancora debole.

mancata attivazione del *back stop* pubblico (tramite linee di credito dall'ESM): l'instabilità dei titoli azionari di tutta Europa dimostra che senza di esso, e senza la garanzia unica sui depositi bancari, la *Banking Union* è un'anatra zoppa.

2) Atlante può essere pacificamente definito come un paracadute privato ma con una *mission* pubblica: sostenere le banche italiane nella difficile congiuntura in cui imperversa il sistema bancario nostrano. Di fatto un *bail-out* non da parte dello Stato, ma del sistema che si impegna in un processo di guarigione dall'interno. Non v'è dubbio allora che proprio queste **finalità "pubbliche"**, conclamate solennemente, rischiano di creare qualche problema. Quaestio SGR è una società privata e gli investitori del Fondo – l'adesione ad Atlante è volontaria – sono in gran parte privati (ad eccezione della Cassa Depositi e Prestiti che dovrebbe però avere un peso non preponderante per evitare appunto l'accusa di aiuti di Stato a favore delle banche). I privati dovrebbero, pertanto, investire con una **logica di profitto** e non di mero supporto a un sistema in evidente affanno⁴².

Ma l'ideazione del fondo e le scelte su come e quando utilizzarlo sono in ogni caso imputabili al decisore pubblico (MEF e Banca d'Italia) e la partecipazione (sebbene niente affatto dominante, comunque rilevante) di Cassa Depositi e Prestiti ne è testimonianza ulteriore, (altra zona grigia è rappresentata dalle Fondazioni)⁴³. E se anche tali elementi non fossero sufficienti, spiega assai bene

⁴² La questione dei rendimenti di Atlante, invece, sembra passare in secondo piano e, addirittura, Quaestio Sgr sostiene di voler <<**generare benefici** non solo per gli investitori del Fondo, offrendo rendimenti interessanti alla luce dell'attuale scenario dei tassi, nonché la possibilità di avvantaggiarsi del possibile incremento di valore dei titoli bancari e della ripresa in atto del mercato immobiliare; ma, indirettamente, anche per tutti i risparmiatori, contribuendo a ridurre il premio per il rischio che attualmente penalizza gli strumenti finanziari degli emittenti italiani>>.

Sorge spontaneo un altro interrogativo: se l'obiettivo del fondo non è il profitto ma il sostegno del sistema bancario, quale **contropartita** otterranno gli investitori per aver immolato sull'altare del "bene comune" tanti quattrini? Inoltre, se l'investimento in Atlante genererà delle **perdite**, occorrerà anche capire chi se ne farà carico, posto che le banche così come gli altri investitori privati non rispondono a loro stessi, ma agli **azionisti** che potrebbero non gradire veder scaricati sulle loro spalle i costi di un'operazione di sistema.

⁴³ La struttura proprietaria è la prima caratteristica da evidenziare. Si dice che la dote iniziale del fondo è stimabile tra 5 e 6 miliardi di euro. Di questi, 3 miliardi arriveranno dalle banche, con Intesa ed Unicredit in testa con una quota di circa un miliardo ciascuno. Un altro miliardo arriverà dalle assicurazioni, 500 milioni dalle Fondazioni, 5/600 milioni dalla Cassa depositi e prestiti. Altri 500 milioni verranno dalla SGA (Società per la gestione delle attività). La somma si ferma così attorno ai 5,5 miliardi, ma altri soggetti potrebbero aggiungersi. Difficile comunque che si raggiunga la soglia massima prevista di 6 miliardi.

perché si parli di “operazione sistemica” il fatto che struttura, finalità e indirizzo gestionale siano stati il frutto di tre riunioni tenutesi presso il MEF⁴⁴. In effetti, come non ricordare che già qualche mese prima della nascita di Atlante il Governatore della Banca d'Italia Visco aveva proposto una soluzione simile suggerendo un intervento della CDP con la creazione di un apposito veicolo che avrebbe dovuto sottoscrivere l'inoportato degli aumenti di capitale delle banche.

Queste riflessioni offrono lo spunto per ribadire l'esigenza di precisare il ruolo dello Stato e, in particolare della Cassa Depositi e Prestiti (detenuta dal Ministro dell'economia e delle finanze), per ragioni che vanno ben oltre le considerazioni, già note, in materia di aiuti di Stato.

In primo luogo, il coinvolgimento di un istituto di controllo pubblico come acquirente di ultima istanza potrebbe ingenerare seri dubbi sulla forza e l'impatto delle attività di vigilanza a livello nazionale (dato che il Fondo acquisterà azioni invendute da quelle banche che, come si è visto poco sopra, sono state chiamate a raccogliere capitali dal supervisore europeo).

In secondo luogo, Atlante diventerà azionista di banche relativamente deboli nel sistema e acquisterà le *tranche* di sofferenze bancarie più rischiose. Il coinvolgimento in tali operazioni della CDP, che gestisce una quota del risparmio italiano, richiede pertanto un maggior grado di cautela e di ponderazione degli interessi in gioco.

In sostanza, si è di fronte ad un simulacro d'intervento privato, con la finalità non molto velata di aggirare le regole europee per risolvere i problemi delle banche italiane. Trattandosi di privati, non occorre, infatti, richiedere un'autorizzazione preventiva alla Commissione Ue, ma ciò non significa che l'Europa non possa avere voce in capitolo anche in questa vicenda, riproponendosi magari la situazione che si è già vissuta nel caso Tercas⁴⁵. Non solo le regole dell'Unione

⁴⁴ L'interpretazione dell'Unione europea di ciò che equivale ad un aiuto di Stato può essere ampia: secondo le attuali linee guida della Commissione Ue, infatti, anche un fondo interamente privato può essere definito come aiuto di Stato se il governo agisce come «custode» delle risorse del fondo e se influenza o prende decisioni su come e quando usare le risorse del fondo.

⁴⁵ Occorre registrare sul punto l'implicito assenso alla partecipazione di Cassa Depositi e Prestiti dato dalla Commissione europea – alla quale era stato sottoposto ai sensi dell'art. 107 T.F.U.E., potendosi ravvisare nella fattispecie un sostegno, sia pure indiretto, del Governo, tenendo fermo,

Bancaria impediscono gli aiuti di stato, ma le norme europee in materia considerano tali anche gli effetti derivanti da azioni private in qualche modo ispirate, favorite o – peggio – coordinate dai governi nazionali.

3) Un terzo elemento di preoccupazione viene individuato nell'entità dei mezzi a disposizione di Atlante ritenuti insufficienti rispetto alla dimensione degli interventi da attuare.

Basti osservare, al riguardo, che alcuni degli strumenti di *resolution* previsti dalla BRRD – si pensi al *sale of business* – possono incontrare serie difficoltà nella pratica applicazione quando l'interesse del mercato all'acquisizione di attività e passività, se non della proprietà, di aziende in crisi può attenuarsi o venir meno, specie in periodi di prolungata crisi economica e finanziaria.

Nel caso di Atlante, vale la pena sottolineare che, dal punto di vista operativo, la complessità si accentua allorché gli interventi riguardano banche di notevoli dimensioni: emerge in tal caso la limitatezza degli strumenti disponibili, e diventa arduo assicurare il superamento delle difficoltà in cui versa l'ente creditizio con il sacrificio dei soli azionisti. Va da sé che con la dotazione di mezzi (come quella attuale) relativamente ridotta il Fondo potrà intervenire su un numero limitato di banche.

È molto probabile, per restare in tema di metafora, che in simili circostanze Atlante dovrà lasciare cadere il globo terracqueo del sistema bancario italiano.

4) Altri interrogativi possono sollevarsi a proposito della *governance* del Fondo stesso e di quella delle banche partecipate, oltreché sulle strategie di risanamento da intraprendere. Quello che realmente rileva per la futura resilienza del sistema è come le iniziative del Fondo avranno effetto sulla qualità della gestione delle banche acquisite.

In prima battuta viene da chiedersi come saranno gestiti i conflitti d'interesse lungo il filo che dovrà condurre Atlante ad esprimere i nuovi amministratori della banca salvata, pardon acquistata, e da risanare. Nelle dichiarazioni d'intenti,

peraltro, il veto in ordine ad una possibile contribuzione del Fondo europeo degli investimenti strategici (EFSI) al fondo Atlante.

effettuati gli acquisti il Fondo non eserciterà attività di direzione e coordinamento sulle banche in cui partecipa e potrà effettuare le operazioni in *partnership* o ricorrendo a dei coinvestimenti con altri investitori. Questo vuole dire che nonostante abbia sottoscritto quasi la totalità dell'aumento di capitale – come si è verificato nel caso della Popolare di Vicenza – Atlante non agirà da azionista attivo (e di controllo)⁴⁶.

In seconda battuta, gli amministratori esecutivi nominati dal Fondo saranno chiamati a risanare la banca e al tempo stesso a rispondere ad un'azionista la cui strategia dichiarata è quella di uscire dall'azionariato (possibilmente con profitto) in 18 mesi. Faranno quello della banca o quello dell'azionista, il quale – dato il limitato orizzonte temporale dell'investimento – potrebbe essere propenso a privilegiare soluzioni più ravvicinate? Detto in altri termini, come riuscirà la società di gestione a garantire ai *partner* il rendimento atteso (6% annuo), se il Fondo non intende prendere parte attivamente alla direzione ed al coordinamento della sua partecipata?

A questa critica si potrebbe obiettare sostenendo che le due finalità non sono per forza di cose in disaccordo. Infatti, un fondo di sistema non necessariamente deve ottenere rendimenti di *private equity* (Atlante dichiara un obiettivo del 6% ben diverso, per difetto, come si legge nella presentazione del Fondo, dai normali rendimenti dei fondi speculativi che investono in "situazioni *distressed*")⁴⁷, perché genera benefici indotti per il sistema che lo rendono conveniente per i finanziatori.

Tuttavia, anche se Atlante non volesse esercitare un ruolo di direzione e coordinamento delle banche in cui investe, dovrebbe poter svolgere un ruolo attivo. Almeno di stimolo o, nel peggiore dei casi, di sostituzione dei *manager* in caso di gestioni inefficienti. In altri termini, se Atlante si sostituisce al mercato ma non si dota delle capacità per intervenire efficacemente nelle banche in cui investe,

⁴⁶ Salvo poi, nel caso di specie, impegnarsi a votare sulla nomina degli amministratori seppure "attenendosi a stringenti criteri di indipendenza".

⁴⁷ Come si desume dal regolamento del Fondo, per garantire tale ritorno ai soggetti partecipanti all'iniziativa, occorrerà valutare gli investimenti in un'ottica di «medio-lungo termine». Nello stesso tempo bisognerà guardare all'interesse degli investitori ad «operare in un contesto di mercato che non subisca tensioni negative».

secondo logiche orientate alla *performance* ed alla meritocrazia, le perdite future potrebbero rendere necessarie ulteriori richieste di capitale.

Ma in fondo è la stessa BCE ad avallare questa interpretazione lata del mandato del Fondo, dichiarandosi tuttavia pronta, nei limiti delle competenze attribuite dal Meccanismo Unico di Vigilanza, a monitorare le iniziative in questione⁴⁸.

La situazione di banche controllate da un fondo in cui hanno investito altri istituti di credito richiede un complesso sistema di muri di protezione dal conflitto d'interesse, che è comunque difficile da realizzare sul piano della sostanza anche salvando la forma. A maggior ragione il problema si pone quando lo stesso fondo controllante interviene in pieno conflitto come azionista del venditore e acquirente di sofferenze creando turbative, prezzi e precedenti che influenzano le banche che partecipano al fondo stesso. Una commistione che, al di là degli annunci rassicuranti e delle clausole di salvaguardia approntate con evidente pressapochismo, pare difficile da governare. Indipendentemente dal fatto che si sia d'accordo sul fatto che mantenere in vita le banche deboli a tutti i costi sia una buona soluzione, l'idea di un azionista di ultima istanza con simili caratteristiche appare in contrasto con l'obiettivo di progredire verso una solida Unione bancaria europea.

7. La "trappola" dei NPLs

La partita più grossa che Atlante dovrà risolvere resta comunque quella legata al nodo delle sofferenze. A lungo le banche avevano sperato di trasferire il peso dei NPLs in una grande *bad bank* nazionale. Mentre, infatti, le GACS, introdotte con il decreto legge n. 18/2016, hanno un impatto circoscritto ai crediti "meno dubbi", ossia a quelli caratterizzati da un profilo di rischio più basso, diversamente Atlante prevede un intervento esteso anche ai crediti "meno sicuri", ossia alle *tranche*

⁴⁸ È quanto si desume dalle dichiarazioni di I. ANGELONI, Membro del Consiglio di Vigilanza della BCE nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sulle condizioni del sistema bancario e finanziario italiano e sulla tutela del risparmio, anche con riferimento alla vigilanza, alla risoluzione delle crisi e alla garanzia dei depositi europee*, Senato della Repubblica, Roma, 3 maggio 2016, 7, ove si afferma: <<Il vertice della società di gestione del fondo dovrà ricoprire, quale azionista, un ruolo cruciale nel rafforzamento della *governance* e dei controlli interni delle banche in questione>>.

junior e mezzanine con rischio maggiore.

In Italia la chiave di volta risiederebbe in una regola inserita in un documento di 18 pagine, che preverrebbe l'acquisto degli NPLs a prezzo di carico anziché a prezzo di mercato.

Se fosse davvero così e se – del tutto ipoteticamente – Atlante fosse in grado di acquistare tutti gli NPLs presenti nei portafogli delle banche a quel prezzo, il problema si risolverebbe da solo. O meglio, si risolverebbe per le banche, ma si complicherebbe assai per Atlante e per i suoi fondatori (in larga parte sempre banche), che si troverebbero costretti a dover sostenere l'enorme differenza esistente tra il prezzo iscritto in bilancio (mediamente attorno al 44% del valore nominale) ed il 20% attualmente considerato di "mercato"⁴⁹.

È utile osservare che nel caso del fallimento delle quattro banche regionali il valore dei loro NPLs è stato fissato a 17,5 centesimi per ogni euro di valore nominale, un prezzo che da subito è parso eccessivamente basso. Basti pensare che se applicata al sistema bancario nel suo complesso, questa valutazione avrebbe effetti negativi sul capitale di vigilanza di tutte le principali banche. Il fondo Atlante evita che queste valutazioni diventino "di mercato" e permette alle banche di non svendere ad altri i propri NPLs. Il vantaggio, dunque, è di restituire valore agli NPLs e di evitare lunghe e destabilizzanti inchieste sulle eventuali responsabilità degli errori passati.

Altra questione è quante sofferenze sarà in grado di smobilizzare Atlante con le risorse che ha a disposizione (già ridottesi notevolmente dopo la sottoscrizione dell'aumento capitale della BPVI). Orbene, nel caso degli NPLs, il preannunciato basso ricorso a linee di credito non significa che il Fondo non possa creare un importante "effetto moltiplicatore" nello smobilizzo dei crediti del settore: dato che Atlante acquisterà la parte più rischiosa delle cartolarizzazioni di crediti in sofferenza, con un minimo investimento potrà favorire il deconsolidamento di un

⁴⁹ Attualmente gli operatori di mercato tendono ad offrire prezzi di acquisto molto contenuti per i crediti in sofferenza, nell'ordine del 10/15 per cento del loro valore nominale. In bilancio le banche iscrivono invece queste poste a un valore medio di circa il 40 per cento. La distanza tra domanda e offerta è quindi molto ampia.

portafoglio più ampio di crediti lordi. E, nelle intenzioni dei promotori, agevolare l'avvio del mercato⁵⁰.

Sia ben chiaro, il problema dei NPLs non si risolve né con lo strumento delle GACS, né con il fondo Atlante né tantomeno con altri tentativi tesi a voler cambiare le dinamiche di mercato, di per sé tutti destinati all'insuccesso. Gli osservatori iniziano a nutrire qualche dubbio in merito al fatto che anche gli interventi legislativi introdotti per facilitare e velocizzare la riscossione dei crediti da parte delle banche – in particolare l'istituto del pegno non possessorio e l'allargamento del patto marciano⁵¹ – possano davvero sortire gli effetti sperati.

Dunque, al di là dei trucchi di scena, dal cilindro sembra essere uscito poco o nulla. Potremmo paragonare Atlante e il meccanismo delle GACS ad un esercizio di "illusionismo finanziario". Sebbene infatti, per un verso, i meccanismi di mercato descritti rappresentino un passo avanti, perché consentono di mettere a disposizione del sistema bancario nuovi strumenti, tuttavia la garanzia (pubblica) non sembra in grado di incidere rapidamente sullo smaltimento dei crediti deteriorati presenti nei bilanci delle banche. Il meccanismo non migliora in modo decisivo le attuali condizioni di mercato per le banche e per i potenziali investitori. Potrà facilitare, gradualmente, lo smobilizzo di quelle sofferenze per le quali la distanza iniziale tra prezzo di domanda e di offerta sia inferiore.

Per altro verso, anche l'impegno finanziario assunto da Atlante (circa il 50%

⁵⁰ Cfr. R. BOCCIARELLI, *Padoan: da Atlante effetto-leva da 50 miliardi*, in *Il Sole 24 Ore*, 15.04.2016; D. MASCIANDARO, *La forza di Atlante nasce dal mercato*, in *Il Sole 24 Ore*, 17.04.2016. Sostanzialmente Atlante non si indebita se non per soddisfare temporanee esigenze di liquidità. Il Fondo potrà dunque indebitarsi ma con una leva (intesa come rapporto tra l'esposizione totale e il valore complessivo netto del fondo) limitata (al massimo del 110%) per evitare rischi eccessivi. «Il moltiplicatore potrebbe essere rilevante – secondo il ministro dell'Economia Pier Carlo Padoan – almeno 50 miliardi, un quarto del totale» (in *La Repubblica*, 18 aprile 2016): effetto «moltiplicatore» che è stato inibito/ridotto alle 15 principali banche italiane passate sotto la vigilanza della Banca centrale europea grazie all'applicazione del CET1, che ha generato una contrazione della creazione di moneta bancaria risultata devastante, creando di fatto la crisi di liquidità odierna.

⁵¹ Con il contratto di pegno non possessorio viene costituito un pegno su un bene mobile destinato all'utilizzo di impresa; se l'imprenditore è inadempiente, la banca ha varie di possibilità di rivalersi su quel bene, dalla vendita del bene alla sua locazione.

L'allargamento del patto marciano prevede invece che, in caso di finanziamento con garanzia di un immobile, le parti possano accordarsi per la cessione del bene, cessione che diventerà efficace solo in caso di inadempienza del debitore. Il valore del bene è definito non "ora per allora", ma solo dopo l'inadempimento. Vi sono poi diverse norme che accorciano i tempi di esecuzione.

della dotazione) non ha stimolato a sufficienza l'interesse degli investitori verso gli aumenti di capitale che sono stati quasi interamente coperti dal Fondo⁵², finendo col togliere, ed è questo l'altro dato preoccupante di cui si è già parlato, spazio alla manovra di smobilizzo dei crediti deteriorati. Vi è il timore fondato che quanto accaduto rischi di rallentare l'attuazione della manovra sullo smaltimento delle sofferenze, i cui effetti restano comunque gradualmente e non immediatamente percepibili.

Ma le cose possono cambiare. Pur tenendo presente che Atlante è stato concepito come un compratore di NPLs, potrebbe avere un ruolo più dirompente diventando un venditore di titoli emessi a fronte di operazioni di cartolarizzazione. In altre parole, Atlante dovrebbe finanziare l'acquisto di NPLs non solo usando il capitale di rischio ma anche emettendo sul mercato delle *Asset Backed Securities*.

L'idea è quella di confezionare ABS, che confezionano un mix di crediti *in bonis* e di crediti deteriorati, e prevedere una garanzia statale sulle *tranche mezzanine* remunerata a prezzi di mercato. In questo modo si riuscirebbe a strutturare titoli ABS le cui *tranche* meno rischiose (*i.e.* quella *senior* e quella *mezzanina* garantita) sarebbero appetibili sia per la BCE – nell'ambito del *Quantitative Easing* – che per gli investitori istituzionali. Le *tranche* più rischiose (*junior*) avrebbero dimensioni contenute e dovrebbero essere acquistate almeno in parte dalla stessa banca che cede i crediti anche per motivi di condivisione dei rischi di valutazione.

Come viene largamente sostenuto, se si vuole dare una spinta alle quotazioni degli NPLs italiani bisogna agire sui veri *driver* del valore di tale *asset class*: efficienza del recupero del credito, capacità di escussioni rapide delle garanzie, certezze dei tempi della giustizia civile, favorire il recupero del credito anche con la pesante penalizzazione del debitore e dei suoi azionisti. Visto che l'Italia si è illusa di poter fare da sola, quando altri Paesi, come ad esempio la Spagna, molto

⁵² Il primo banco di prova è stata la ricapitalizzazione della Banca Popolare di Vicenza, che non è stata ammessa alla quotazione di Borsa perché si è ritenuto non esistessero «i presupposti per il regolare funzionamento del mercato» e questo perché l'aumento di capitale previsto fino a 1,75 miliardi di euro si è concluso con adesioni minime dei sottoscrittori, obbligando così il Fondo Atlante ad intervenire esercitando la clausola di sub garanzia che lo renderà azionista – in base agli ultimi accordi – al 99,3% dell'Istituto vicentino.

simili a noi per tessuto economico, si sono piegati alla "troika" ed hanno chiesto il denaro degli enti multinazionali per risolvere l'indigestione di NPLs che sono derivati dalla crisi in cambio di una limitata cessione di sovranità, ora non possiamo che soffrire delle conseguenze di tale scelta.

8. Interventi statali per "casi eccezionali"

I limiti attuali del sistema bancario sono ben maggiori di quelli che dovette affrontare Menichella, eppure la crisi di oggi non sembra aver ancora convinto le istituzioni della lezione impartita dall'economista italiano.

Atlante mostra che l'epoca dei salvataggi pubblici o del *bail-out* delle banche è tutt'altro che finita. Più che una soluzione, Atlante appare essere un rattoppo, a tal punto che non è mancato in dottrina chi lo ha definito una soluzione di <<primo intervento>>⁵³. L'adattabilità alle circostanze, d'altro canto, ha finito col tradire la vera natura del Fondo, che risulta privo di un reale orizzonte strategico votato com'è a tamponare le emergenze dell'immediato.

Fuorviante è il tema del costo delle crisi bancarie misurato sui contribuenti. Sotto una diversa prospettiva, la cessione delle sofferenze può non apparire una soluzione. I capitali sottratti al sistema bancario per alimentare i "Fondi" (tra cui anche quello di "risoluzione" delle crisi) riducono le capacità di investimento delle singole banche⁵⁴. Se gli istituti bancari riuscissero a vendere poi le sofferenze (ai

⁵³ In questi termini v. F. CAPRIGLIONE, *Una cura inadeguata per i mali del sistema bancario italiano: il Fondo Atlante*, in *Aperta Contrada*, 3 maggio 2016.

⁵⁴ Altro fattore che, a detta di chi scrive, potrebbe non aiutare Atlante è l'idea del FITD di avviare un fondo (volontario, per evitare di incorrere negli strali della Commissione Europea) che intervenga sulle banche in difficoltà. L'idea è risalente ai tempi del Prof. Paolo Savona, all'epoca presidente del Fondo Interbancario, il quale voleva mutuare quanto di buono era stato fatto negli Stati Uniti: in luogo di versamenti a fondo perduto nelle operazioni di ristrutturazione bancaria, prevedere investimenti in attivi da valorizzare per permettere alle banche finanziatrici di rientrare dei capitali, magari con profitto.

Lo schema di salvataggio azionario riproposto dal FITD, a seguito dei rilievi mossi dalla Commissione Ue nella vicenda Tercas, è rappresentata da un fondo volontario costituito dalle banche, preposto a sostenere piccoli istituti in difficoltà, con una dotazione che arriverà a 700 milioni e verrà richiamata in caso di necessità con il versamento da parte degli aderenti. Le banche aderenti non sono tenute a versare immediatamente le risorse messe a disposizione del fondo medesimo; ciò per evitare che tali versamenti abbiano incidenza sui bilanci delle banche. Si tratta, piuttosto, di impegni di contribuzione, che vengono attivati 'su chiamata', in relazione agli eventuali interventi da realizzare". Lo strumento volontario ha, infatti, l'obiettivo di intervenire in funzione preventiva per il sostegno di banche di piccole dimensioni che presentino difficoltà a

fondi a al mercato) a prezzi più remunerativi, il ricavato andrebbe a consolidare gli indici patrimoniali imposti al sistema bancario (tramite la Banca Centrale Europea), sottraendoli di fatto nuovamente all'erogazione di nuovi finanziamenti all'economia reale. Fino a che le autorità non cambieranno prospettiva, non ci sarà fiducia nelle politiche di trasformazione di un'industria diventata di peso per l'uscita dalla crisi economica che ci attanaglia dal 2008.

In concreto vi è il rischio che il Fondo Atlante serva solo a evitare l'applicazione della direttiva BRRD come avvenuto per il cosiddetto «Salva-banche», ma simulandone in tutto e per tutto gli effetti. È condivisibile la tesi per cui i troppi casi di *mala gestio* siano stati sottovalutati e che una più decisa pulizia delle banche decotte potrebbe consentire di fare più chiarezza, senza evocare la paura della corsa agli sportelli. Ben vengano, allora, iniziative come quella di Atlante ma chiamiamole con il loro vero nome: iniziative che utilizzano il denaro di alcuni soggetti "politicamente interessati" – CDP, banche, assicurazioni – per "allungare il brodo" senza voler/poter davvero affrontare i veri nodi di un paese che ancora non vuole riconoscere che la stagione dei salvataggi bancari non si è conclusa.

Questo insieme di considerazioni rivela l'incapacità di Atlante di stabilizzare il sistema bancario italiano. Riaffiora, pertanto, l'esigenza di cercare soluzioni diverse, allargando l'orizzonte a interventi che, ad una valutazione più ponderata, potrebbero apparire non del tutto ortodossi. La verità che sembra delinearsi è che solo un robusto intervento dello Stato potrebbe risolvere la situazione. Piccolo particolare, esso contrasterebbe con le rigide norme europee.

Qualche riflessione andrebbe, pertanto, formulata sia sulle strategie portate avanti a livello nazionale sia sulla nuova regolamentazione messa in campo a livello europeo e internazionale.

1) Uno di questi scenari, probabilmente il più accattivante, è l'ipotesi di un

realizzare operazioni di ricapitalizzazione, quindi in alternativa a soluzioni più traumatiche, quali la risoluzione o la liquidazione, che avrebbero sicuramente un costo più elevato per il settore bancario, destinato comunque a farsi carico degli oneri connessi alle crisi. Le partecipazioni acquisite dal fondo e gestite nello schema volontario sono destinate ad essere dismesse in tempi ragionevoli, alle migliori condizioni di mercato. I realizzi derivanti dalla cessione delle partecipazioni medesime verrebbero poi restituiti alle banche che contribuiscono agli interventi.

intervento diretto dello Stato nel capitale delle banche in difficoltà. La proposta, pubblicata su *Il Sole 24 Ore*⁵⁵, consiste nel **rispolverare le Banche di Interesse Nazionale (BIN** - Banca Commerciale Italiana, Credito Italiano e Banco di Roma) che, nate con la riforma bancaria del 1936, erano partecipate dall'IRI. La situazione allora era diversa da quella attuale, ma le finalità hanno punti di contatto: salvaguardare il sistema del credito mentre si cerca di superare la crisi e far ripartire il credito.

Per perseguire queste due esigenze (è qui che emerge l'interesse nazionale) lo Stato potrebbe creare delle "nuove Bin" acquisendo di ciascuna una quota di dimensioni compatibili con il "principio dell'investitore privato" e rispettando così i vincoli imposti dalle regole europee sugli aiuti di Stato⁵⁶. Dovrebbero essere obbligate a confluire nelle nuove BIN tutte le banche in difficoltà, le ex Popolari e le BCC. Verrebbero, in tal modo, distribuiti più equamente i rischi ma soprattutto verrebbe condiviso il patrimonio, creando una massa critica che – anche grazie all'apporto di capitale da parte dell'azionista pubblico – sarebbe in grado di reggere il peso delle sofferenze e degli NPLs nel breve-medio periodo programmandone la progressiva riduzione nell'arco – per esempio – di un decennio.

Inoltre, i capitali pubblici impiegati in una iniziativa del genere non alimenterebbero il deficit ma sarebbero contabilizzati, appunto, come investimenti. L'azionista pubblico, inoltre, potrebbe impegnarsi a cedere le proprie quote azionarie sul mercato trascorso un congruo lasso di tempo sufficiente a smaltire gli NPLs e a consolidare i nuovi istituti di credito.

⁵⁵ G. CHIELLINO, *Banche, se il fondo Atlante non basta può intervenire lo Stato*, in *Il Sole 24 Ore*, 26.04.2016.

⁵⁶ Per capire quale è la quota di capitale pubblico massima compatibile con le norme europee sugli aiuti di Stato, non c'è un limite prefissato, ma ragionevolmente si potrebbe pensare ad una percentuale tra il 20 e il 25. Invero, c'è un precedente importante a cui poter guardare: si tratta della decisione sull'ingresso dello Stato francese nel capitale del gruppo PSA, la casa automobilista in cui da fine 2013 l'azionista pubblico ha il 14,13%, una quota uguale a quella detenuta dalla famiglia Peugeot e da quella di Dongfeng Motor (Hong Kong). L'ingresso dell'azionista pubblico nel capitale della casa automobilistica è avvenuto con il via libera delle autorità europee, grazie ad un aumento di capitale a cui hanno partecipato altri sottoscrittori privati (tra cui il gruppo cinese) alle stesse condizioni di mercato. Se ne trae l'indicazione per cui lo Stato possa intervenire purché già sia riservato un trattamento uguale (o inferiore) a quello riconosciuto agli investitori privati.

A prima vista l'ipotesi di ricorrere al modello delle BIN può apparire antistorica ma in realtà avrebbe senso sia in un'ottica di tutela del risparmio sia in funzione della riattivazione del mercato del credito. Darebbe inoltre un contributo importante a sradicare la "nuova" foresta pietrificata del sistema bancario italiano.

Ma anche questa soluzione presenta almeno due criticità. Lo stato dovrebbe entrare nelle BIN partecipando ad un aumento di capitale ed entrando nell'azionariato al pari degli altri investitori privati. **Ma chi sarebbe disposto a comprare azioni di un aggregato di banche in difficoltà?** Non si tratta di una *bad bank* a tutti gli effetti, ma comunque di una banca che raccoglie tutti gli istituti in crisi. Basta vedere l'esempio della Popolare di Vicenza: nonostante l'intervento di Atlante come garante, l'aumento di capitale rischia di andare deserto, perché gli investitori non fanno la fila per buttare soldi in banche bollite.

E anche se così fosse, cioè se la presenza o la pressione dello Stato convincesse per esempio altre banche o fondazioni ad entrare nelle BIN, il rischio sarebbe ancora quello del contagio. L'idea di utilizzare soldi pubblici come leva per risolvere tutti i mali del sistema bancario italiano è sempre rischioso: **la forza di enti sani può servire per favorire la guarigione delle banche malate, ma può anche avvenire il contrario.**

2) Preso atto che la direttiva europea sulla risoluzione ordinata non è adeguata a prevenire i rischi sistemici tra gli impauriti risparmiatori domestici, l'alternativa sarebbe quella di tornare alle vecchie prassi di *bail-out* solidaristici.

Mette conto osservare, tuttavia, che tra gli "strumenti precauzionali" previsti dalla disciplina europea, oltre alla garanzia pubblica che il governo può attivare su richiesta degli istituti di credito che emettono bond *senior*, si annoverano anche altre forme di supporto pubblico, in particolare sul capitale.

Per inciso, la BRRD prevede che l'intervento pubblico per la ricapitalizzazione di un ente creditizio sia possibile (art. 57, comma 1) come soluzione di ultima istanza (art. 56, comma 3), in cambio di strumenti del capitale primario di classe 1 o di strumenti aggiuntivi di classe 1 o di strumenti di classe 2.

L'art. 32.4(d) della BRRD, a sua volta, individua, tra i casi in cui un istituto va

considerato in dissesto, quelli in cui l'intervento finanziario pubblico straordinario è volto ad evitare, ovvero a rimediare, a un grave turbamento economico. Tale opzione limita il requisito di *bail-in* rispetto al caso in cui la banca sia messa in risoluzione, ma non lo elimina. In questa fattispecie, infatti, la ricapitalizzazione è soggetta alla disciplina che regola gli aiuti di stato, che prevede comunque il contributo dei creditori della banca, ma limitato ad azionisti e obbligazionisti subordinati (c.d. *burden-sharing*). Come deroga volta a disapplicare il *bail-in* e il *burden-sharing*, la norma contempla la possibilità di un sostegno finanziario pubblico straordinario a favore di un istituto solvente, nelle forme della liquidità fornita dalla Banca centrale, della garanzia dello Stato sulle passività di nuova emissione, oppure di un'iniezione di fondi propri o l'acquisto di strumenti di capitale a prezzi e condizioni che non conferiscono un vantaggio all'ente. Dette misure devono avere carattere cautelativo e temporaneo, essere proporzionate per rimediare alle conseguenze della grave perturbazione e non venire utilizzate per compensare le perdite che l'ente ha accusato o rischia di accusare nel prossimo futuro.

Orbene, dando vita ad un intricato intreccio di norme, anche l'art. 59 della direttiva – in cui si parla dei costi a carico degli investitori – impone di procedere «senza indugio» alla svalutazione o alla conversione degli strumenti di capitale ma pone un'eccezione: un aumento di capitale sostenuto in via straordinaria dallo Stato può non far scattare la tagliola del *bail-in*, a patto che si verifichi una qualsiasi delle circostanze di cui all'art. 32, par. 4, lett. d, punto iii (cioè, a condizione che non arrivi a compensare le perdite già realizzate o in arrivo per gli azionisti).

Questo, per giunta, è lo stesso principio che si ritrova nella Comunicazione Ue sugli aiuti di Stato del 2013⁵⁷. L'art. 45 contiene un'eccezione all'eccezione:

⁵⁷ La Comunicazione della Commissione Ue – osserva G. SALERNO ALETTA, *Ecco come nasce la crisi delle banche in Europa*, in www.formiche.it, 17.07.2016 – «non figura tra le fonti del diritto dell'Unione, essendo una esposizione dei principi cui si conformerà in seguito. Rappresenta, però, il segno tangibile di un'autonomia ulteriore rispetto ai Trattati, la prova della arbitrarietà con cui si riserva di cambiare interpretazione in ordine a ciò che è ammissibile o meno come aiuto di Stato. Il paradosso è che sono le fonti scritte a dare, *ex post*, valore giuridico alla Comunicazione, che altrimenti sarebbe solo un *flatus vocis*, a cristallizzarlo come criterio di giudizio immodificabile.>>».

permette di limitare ulteriormente o di sospendere il *bail-in* degli obbligazionisti subordinati previsto nel regime degli aiuti di stato, se anche questo minimo *bail-in* mettesse a rischio la stabilità finanziaria o avesse "effetti sproporzionati"⁵⁸.

Le regole europee aprono, pertanto, le porte ad un sostegno pubblico straordinario anche per gli aumenti di capitale, a condizione, però, che uno *stress test* ne misuri l'esigenza⁵⁹.

9. Considerazioni conclusive

Da questa rapida ricostruzione degli accadimenti più recenti emerge il carattere più o meno emergenziale degli interventi intrapresi dal governo e dalle autorità di controllo del settore. Si tratta il più delle volte di soluzioni artificiali⁶⁰, costruite per

⁵⁸ Con riguardo ai margini di manovra lasciati ai governi nazionali, la Corte di giustizia europea, sent. 19 luglio 2016, causa C 526/14, chiamata in causa dalla Corte costituzionale slovena, ha stabilito che «uno Stato membro non sia obbligato a imporre alle banche in difficoltà, prima di concedere qualsivoglia aiuto di stato, di convertire i subordinati in capitale o svalutarli». In altre parole, a detta dei giudici europei, la Comunicazione Ue del 2013 non è idonea a creare obblighi autonomi a carico degli Stati membri e non produce pertanto effetti vincolanti nei loro confronti. Nei casi di «grave turbamento all'economia» o per evitare rischi sistemici, un Paese potrà esplorare altre strade; ma in tal caso quel Paese si assumerà «il rischio di vedersi opporre una decisione della Commissione Ue che dichiara l'incompatibilità di tali aiuti di stato con il mercato interno». La Corte ha inoltre confermato che il «salvataggio interno» non deve avere «effetti sproporzionati» (ovvero, generare instabilità finanziaria), e che il giudizio su questi effetti spetta alle autorità giudiziarie nazionali.

⁵⁹ Su questi aspetti, con riferimento precipuo alla vicenda riguardante il salvataggio di MPS, si veda A. BAGLIONI, *Autunno caldo a Siena*, in *lavoce.info*, 30.08.2016.

⁶⁰ Nel Rapporto Menichella del luglio 1944 si legge: «L'Italia è stata definita (...) come il Paese dei salvataggi bancari. Paese relativamente povero di capitali e di scarse tradizioni finanziarie; la caduta di una banca o la minaccia della caduta di una banca non sono mai state considerate come eventi normali della vita economica nella quale, come in quella degli individui, alla prosperità può succedere l'indigenza, alla salute la malattia e la morte, sebbene come eventi di carattere straordinario, capaci di commuovere larghe sfere dell'opinione pubblica, provocare dibattiti appassionati sulla stampa, cadute di ministri e così di seguito». Presi quasi sempre alla sprovvista e incatenati dall'urgenza dei provvedimenti, i governi e l'Istituto di emissione sono intervenuti spesso senza conoscere esattamente la situazione effettiva della banca che domandava di essere salvata; tale ignoranza «può essere spiegata, se non giustificata, dalla ignoranza che talvolta si è avuta della situazione medesima da parte degli stessi dirigenti delle banche».

Lo strumento utilizzato per procedere ai salvataggi bancari fu la creazione nel 1922 di una Sezione autonoma del Consorzio per Sovvenzioni dei Valori Industriali, la quale «funzionava in modo semplicissimo: allorché la banca in liquidazione [si tratta in questo caso della Banca di Sconto] aveva bisogno di denaro per pagare le rate del concordato, emetteva delle cambiali all'ordine della Sezione e la Sezione lo stesso giorno le girava alla Banca d'Italia che forniva i fondi con circolazione». Ma non è tutto. Quando, nel 1923, si accentuerà la crisi del Banco di Roma, questo tipo di intervento – circoscritto alla cifra di un miliardo di lire – risulterà insufficiente rendendo necessario configurare con un decreto legge ministeriale uno strumento «per provvedersi, da

aggirare la risoluzione di banche tecnicamente fallite⁶¹, evitando così di sottoporle al meccanismo di *bail-in*, e per circumnavigare intorno al divieto di intervento dello Stato. Non un vero e proprio piano strutturale, ma un ventaglio di strumenti da mettere in campo per evitare un effetto a catena con rischi sulla stabilità finanziaria. Ben noti i principi e le regole che danno corpo alla sistematica disciplina di settore, non v'è dubbio che l'obiettivo dell'ottimale allocazione delle risorse sul mercato bancario perseguito dal nostro legislatore è funzione (o, se si vuole, momento di sintesi) della corretta gestione delle imprese bancarie da risanare. Di qui, l'inammissibilità – sia pure in presenza di una situazione patologica relativa ad intermediari bancari di non rilevante dimensione – di interventi risolutivi da esercitare per finalità di tipo macroeconomico. Solo in tal modo, infatti, potrà coniugarsi l'obiettivo di conservazione della struttura aziendale delle banche in questione – volto a prevenire le negatività derivanti dalla definitiva emersione della crisi e a garantire la continuità delle funzioni aziendali – e l'ossequio alla disciplina sulla concorrenza in ambito europeo.

Non v'è dubbio che il passaggio da un contesto disciplinare caratterizzato su larga scala dal sostegno pubblico implicito ad uno in cui sono in primo luogo gli azionisti e i creditori a sopportare le perdite per limitare gli oneri fino a ieri a carico della collettività, paradossalmente ha creato le condizioni affinché si riproponessero semplici, anche se infondati timori sulla stabilità del sistema bancario italiano.

Date le distonie esistenti tra le realtà strutturali interne e i nuovi schemi ordinatori imposti dall'Europa, la sperimentazione delle soluzioni legislative

parte degli Istituti di emissione, ai salvataggi bancari in modo distinti dalle proprie operazioni e senza limiti>>.

⁶¹ Cfr. M. ONADO, *Supporto pubblico inevitabile per le banche Ue*, in *Il Sole 24 Ore*, 28.06.2016, che, nel commentare il rapporto annuale della BRI, osserva che <<... la ricapitalizzazione delle banche, che pure si è dimostrata indispensabile per riavviare i meccanismi del credito, difficilmente può avvenire in modo ordinato senza un'adeguata rete di protezione. Gli *stress test* sono efficaci se c'è un investitore di ultima istanza, altrimenti rischiano di trasformarsi in eventi traumatici per le singole banche e per il mercato nel suo complesso>>. Per un quadro più generale si rimanda alle riflessioni di E. RULLI, *Prevenire l'insolvenza. Dal salvataggio pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi della concorsualità e prime esperienze applicative*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. 3, 2014, 284 ss. e 308 s.

adottate nel periodo di transizione dalle vecchie alle nuove regole, consentirà – si auspica – al nostro legislatore di individuare quelle più efficaci nel contrastare la propagazione delle crisi e l'emersione di rischi di carattere sistemico, senza per questo dover incorrere in uno sconvolgimento dell'ordinamento domestico.

Il recepimento della BRRD richiede una complessa e rapida metamorfosi attraverso un buon compromesso fra la tradizionale disciplina delle crisi imperniata sulla legge del 1936 e le tendenze internazionali di matrice, questa volta, anglosassone.

È difficile valutare se i provvedimenti di recente introdotti per la gestione delle crisi bancarie possano dar vita ad un migliore assetto istituzionale e regolamentare. Si tenga presente, infatti, che il problema bancario italiano attuale va oltre le specifiche condizioni delle singole banche: è un problema di struttura, assetti morfologici, ingegneria di sistema. Ciò rende necessario, pertanto, evitare rigidità, a favore di meccanismi proporzionali, graduali e flessibili, miranti a valorizzare le esperienze nazionali efficaci e virtuose, nel rispetto dei nuovi principi europei.

Va anche aggiunto che, in una prospettiva sistematica, l'introduzione di strumenti idonei a consentire una efficace rimozione della patologia è coesistente alla natura stessa dei rimedi specifici contemplati dall'ordinamento o utilizzati nella prassi, i quali sono accomunati da una funzione preventiva del dissesto.

La preoccupazione circa il costosissimo stallo di sistema porta ad insistere sul tema del salvataggio sempre e comunque di situazioni, anche di minimo cabotaggio, senza prospettiva, costringendo, per evitare le ire degli organismi europei, a rifugiarsi nel "volontariato obbligatorio" di fondi e altri dispositivi creati all'occorrenza e che, pertanto, scontano tutte le inefficienze tipiche dei rimedi che hanno nell'emergenza la loro musa ispiratrice⁶². Anche la riforma del credito

⁶² Per G. SALERNO ALETTA, *Ecco come nasce la crisi delle banche in Europa*, cit., tutti gli sforzi volti a stabilizzare e rafforzare il sistema bancario nostrano <<sembrano tanti raggi che convergono verso il mozzo di una ruota: ognuno dice la sua. Ma, non avendo la stessa lunghezza, il sistema non gira in modo regolare, si muove tra sussulti, improvvise accelerazioni e improvvise inchiodate>>.

cooperativo è una operazione di salvataggio, non di rilancio, di un sistema esausto, condotta con strumenti che non possono non destare perplessità (leggasi contratto di coesione).

Giova ricordare, che il percorso previsto per la costituzione di un fondo europeo sufficientemente robusto (il *Single Resolution Fund*) è da un lato lento, dall'altro comunque oneroso per bilanci bancari già gravati dall'accumulo di sofferenze, dovute ad una prolungata crisi macroeconomica oltre che a una gestione non sempre attenta del credito, e dai riflessi negativi sulla redditività indotti dal livello e dalla struttura attuale dei rendimenti.

L'assenza di una mutualizzazione europea per la copertura dei depositi espone inoltre anche i singoli sistemi di assicurazione nazionale agli stessi severi dubbi circa la loro capacità di affrontare il fallimento di un istituto "pesante". Ne consegue che, nonostante il *bail-in*, il *bail-out* rimane una possibilità concreta, ostacolata e complicata peraltro dalla disciplina comunitaria sugli aiuti di Stato.

Ma se si guarda oltre il dito verso la luna, sembra di poter cogliere un aspetto preoccupante dell'intera vicenda: si è andati oltre il *bail-in* e lo si sta facendo mascherando un sistema orchestrato in maniera strategica con la connivenza del mercato e delle autorità di settore.

Il problema di Atlante (1 e 2) e degli altri meccanismi di salvataggio conati dal governo non è reggere il mondo bancario sulle sue spalle, ma rimetterlo al suo posto, tenuto nella sua orbita dalle sole forze di mercato. E questo significa identificare e rimuovere le cause che l'hanno portato fuori assetto.

Di una cosa si è certi: più che Atlante, il personaggio mitologico che sosteneva il mondo, il fondo dovrebbe chiamarsi Lete, il fiume dell'oblio che cancella tutti i ricordi.