

Un modello per la ricapitalizzazione delle banche troppo grandi per fallire¹

Il meccanismo finanziato dai creditori qui proposto per la ricapitalizzazione delle banche troppo grandi per fallire che giungono sull'orlo del fallimento garantisce che siano gli azionisti e i creditori privati non assicurati, anziché i contribuenti, a sopportare i costi della ricapitalizzazione. Il meccanismo è semplice, rispetta appieno la gerarchia dei creditori preesistente e può essere applicato a qualunque entità di un gruppo bancario. Esso prevede che la ricapitalizzazione avvenga nell'arco di un fine settimana mediante la parziale cancellazione dei crediti, e fornisce pertanto certezza immediata ai creditori riguardo alla loro perdita massima. In un secondo tempo, la banca viene ceduta in modo tale da consentire al mercato di determinare le perdite finali per i creditori. Di conseguenza, il meccanismo può eliminare l'azzardo morale nell'insieme di un gruppo bancario in modo efficiente in termini di costi ed efficace nel limitare i rischi per la stabilità finanziaria. L'articolo confronta il modello proposto con altre strategie di ricapitalizzazione, compresi il bail-in e l'approccio della società holding ("single point of entry").

Classificazione JEL: G21, G28

Durante la crisi varie istituzioni finanziarie sono giunte sull'orlo del fallimento o sono effettivamente fallite. Benché i livelli dichiarati di patrimonializzazione di tali istituzioni eccedessero normalmente i requisiti minimi prudenziali, il mercato dubitava che essi fossero sufficienti a coprire le potenziali perdite future. Il sospetto di insolvenza futura le ha condotte al dissesto a causa di una crisi di liquidità corrente, in quanto i depositanti e gli altri creditori hanno preteso un rimborso immediato delle loro spettanze, che le istituzioni non sono state in grado di soddisfare.

In diversi casi le autorità pubbliche hanno ritenuto che le istituzioni sull'orlo del fallimento fossero troppo grandi per fallire ("too big to fail", TBTF), ossia che la loro dimensione, complessità e interconnessione con il resto del sistema finanziario fossero tali da rendere inaccettabilmente alto il costo sociale di una loro uscita dal mercato. In assenza di meccanismi alternativi, per ripristinarne l'operatività i governi hanno ricapitalizzato essi stessi queste istituzioni impiegando denaro dei contribuenti.

¹ Le opinioni espresse in questo articolo sono quelle degli autori e non riflettono necessariamente il punto di vista della BRI o del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. Gli autori desiderano ringraziare Wayne Byres e Neil Esho per il loro sostegno, e Stephen Cecchetti, Claudio Borio e Christian Upper per gli utili commenti e suggerimenti.

Oltre a imporre costi diretti ai contribuenti, i salvataggi finanziati con denaro pubblico sono fonte di considerevole azzardo morale. L'aspettativa di un sostegno pubblico può accrescere la propensione al rischio, ridurre la disciplina di mercato e creare distorsioni concorrenziali, aumentando così ulteriormente la probabilità di difficoltà. Tali considerazioni hanno stimolato varie iniziative volte a ridurre la probabilità che le istituzioni TBTF falliscano, principalmente attraverso l'imposizione di requisiti patrimoniali e di liquidità più elevati e un più stretto monitoraggio prudenziale. Queste misure non risolvono tuttavia il problema di come far pagare la ricapitalizzazione delle istituzioni di questo tipo che giungono sull'orlo del fallimento. Se si vuole evitare che i contribuenti ne sopportino il costo, questo dovrà ricadere sugli azionisti e sui creditori dell'istituzione dissestata. Ma in che modo?

Negli ultimi anni le autorità hanno compiuto sforzi notevoli per migliorare i meccanismi di risoluzione delle crisi bancarie. Inizialmente tali sforzi hanno mirato principalmente a ottenere la potestà legale di risolvere le crisi di istituzioni TBTF nazionali e internazionali senza ricorrere a fondi pubblici. In tale contesto si collocano i requisiti del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria concernenti la capacità del patrimonio di assorbire perdite "al punto di non sopravvivenza" e le caratteristiche fondamentali degli schemi di risoluzione efficaci definite dal Financial Stability Board². Tuttavia, il potere di gestire le risoluzioni da solo non basta. Anzi, l'incertezza a riguardo del suo utilizzo può di per sé costituire una minaccia per la stabilità finanziaria.

Un aspetto che non è ancora stato sufficientemente approfondito è la chiarezza circa i diritti dei portatori di interesse privati nella risoluzione di una banca TBTF in dissesto. I depositanti e gli altri creditori devono avere la garanzia che un eventuale piano di ricapitalizzazione della banca con l'accollo di perdite agli azionisti e ai creditori rispetti la preesistente gerarchia delle attività. I depositi garantiti prima della risoluzione devono continuare a esserlo anche dopo; analogamente, i crediti privilegiati o equiparati ad altri crediti prima della risoluzione devono rimanere tali nel corso della risoluzione. In breve, uno schema di risoluzione per una banca TBTF deve preservare l'ordine di prelazione esistente prima che l'istituzione raggiungesse lo stato di insolvenza³.

Questo articolo propone un modello per un approccio semplice, un "meccanismo di ricapitalizzazione finanziata dai creditori", che potrebbe essere impiegato dalla autorità nazionali per definire l'allocazione delle perdite allorché una banca TBTF necessita di essere ricapitalizzata. L'approccio proposto consente di realizzare la ricapitalizzazione nell'arco di un fine settimana senza ricorrere al denaro dei contribuenti. Esso utilizza una società holding *temporanea* per assicurare che le perdite siano ripartite in modo tale da rispettare rigorosamente la gerarchia dei crediti preesistente e utilizza il mercato stesso per determinare le perdite che i creditori devono sopportare per ricapitalizzare l'istituzione.

Il meccanismo integra elementi di altri metodi di risoluzione, come il bail-in e l'approccio della società holding (si veda oltre). Pertanto esso non intende proporsi

² Cfr. Comitato di Basilea, *Requisiti minimi volti ad assicurare l'assorbimento delle perdite al raggiungimento del punto di non sopravvivenza*, gennaio 2011; e Financial Stability Board, *Key attributes of effective resolution regimes for financial institutions*, ottobre 2011.

³ In relazione alla crisi di Cipro il Presidente della BCE ha commentato: "Che cosa rende problematico un salvataggio? Di per sé un salvataggio non è un problema: è la mancanza di regole ex ante note a tutte le parti [...] che può trasformarlo in un evento disordinato" (BCE, conferenza stampa del 4 aprile 2013, www.ecb.int/press/pressconf/2013/html/is130404.en.html%20).

necessariamente come un sostituto dei predetti metodi, ma piuttosto come un approccio addizionale in grado di fornire un chiaro orientamento in merito al problema centrale della ricapitalizzazione di banche TBTF sull'orlo del fallimento. Così come per gli altri approcci, dovranno essere chiarite varie questioni operative e legali prima che il meccanismo qui descritto possa essere concretamente applicato. Il presente articolo si focalizza sui vantaggi della struttura complessiva del meccanismo e suggerisce un approccio graduale per affrontare le questioni operative e legali.

Descrizione del meccanismo di ricapitalizzazione proposto

Per definizione, una banca TBTF sul punto di fallire deve essere ricapitalizzata, poiché le autorità giudicano che i rischi per la stabilità finanziaria risultanti da una sua eventuale liquidazione sarebbero inaccettabilmente elevati. Il meccanismo qui proposto prevede una ricapitalizzazione forzata della banca TBTF *a opera dei suoi creditori* allorché l'istituzione raggiunge lo stato di insolvenza. Esso consente alla banca TBTF di essere ricapitalizzata nell'arco di un fine settimana senza ricorso a fondi pubblici e di continuare la sua operatività. Il meccanismo non va inteso come un sostituto della liquidazione di banche non TBTF in stato di insolvenza. Al contrario, costituisce un'alternativa simile alla liquidazione sul piano dell'allocazione delle perdite⁴.

La proprietà della banca è trasferita a una società holding temporanea di nuova creazione. La banca è immediatamente ricapitalizzata stralciando un adeguato ammontare di passività verso i creditori durante il fine settimana. La società holding cede quindi la banca ricapitalizzata al prezzo di mercato e distribuisce il ricavato della vendita ai creditori stralciati rispettando rigorosamente l'ordine di prelazione esistente prima che fosse raggiunto punto di fallimento. Nel periodo compreso fra la ricapitalizzazione e la vendita della banca possono se del caso essere sostituiti i membri della direzione e del consiglio di amministrazione responsabili del dissesto dell'istituzione. I depositi garantiti sono pienamente protetti dallo stralcio di crediti, essendo direttamente addebitato un importo corrispondente al fondo nazionale di garanzia dei depositi.

Illustrazione schematica del meccanismo: assenza di depositi garantiti

Il trattamento dei depositi garantiti è di fondamentale importanza in ogni meccanismo di risoluzione applicato alle banche. Tuttavia, le caratteristiche essenziali del meccanismo di ricapitalizzazione finanziata dai creditori qui proposto sono messe meglio in evidenza ipotizzando in prima istanza che la banca non abbia depositi garantiti. Il trattamento di questi ultimi è esposto più avanti nella sezione "Illustrazione allargata del meccanismo: in presenza di depositi garantiti", che è in effetti un'estensione dell'approccio di base descritto qui di seguito.

⁴ In linea di principio il meccanismo è applicabile a qualsiasi banca in stato di insolvenza, ma la liquidazione potrebbe rimanere l'opzione privilegiata dalle autorità qualora non abbia conseguenze gravi per la stabilità finanziaria. Tuttavia, per evitare l'eventualità di un ricorso al denaro pubblico, le autorità devono poter disporre di un meccanismo che consenta una ricapitalizzazione forzata finanziata dai creditori qualora ciò si renda necessario.

I bilanci bancari mostrati nei grafici e nelle tabelle seguenti rappresentano situazioni contabili. Come osservato nell'introduzione, molte banche giunte sull'orlo del fallimento durante la crisi presentavano un patrimonio contabile positivo. Esso non era tuttavia sufficiente a coprire le future perdite attese dal mercato. Gli operatori privati non erano pertanto disposti a prestare fondi a queste banche, e se anche le autorità si rifiutavano di farlo, esse fallivano. La seguente illustrazione non mostra le perdite effettivamente verificatesi nella banca ricapitalizzata poiché esse non sono conosciute al momento della ricapitalizzazione. Essa mostra però come il meccanismo proposto conduca a un incremento del patrimonio fino al livello ritenuto sufficiente per coprire le perdite attese.

Fase 1 – Ricapitalizzazione della banca nel corso del fine settimana

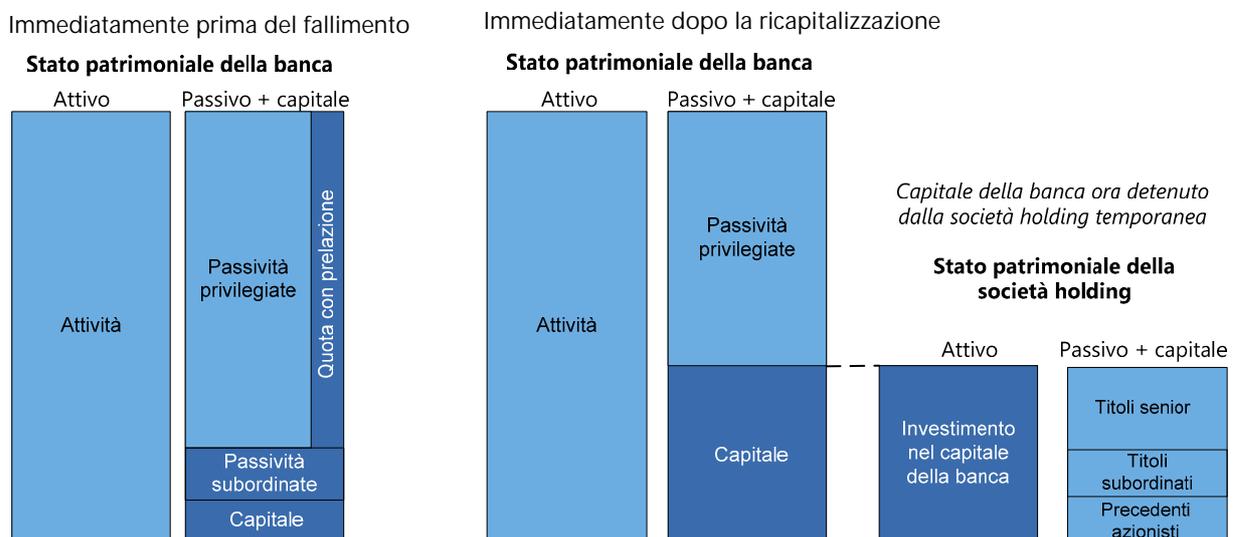
Quando una banca TBTF giunge sul punto di fallire, durante il fine settimana le autorità nazionali avviano un immediato trasferimento forzato della sua proprietà a una società holding temporanea creata ad hoc (il cui attivo è pertanto costituito dalle azioni ordinarie della banca). A titolo di compenso, ai precedenti azionisti della banca è riconosciuta una ragione di credito residuale verso la società holding, mentre l'autorità preposta alla risoluzione acquisisce i diritti di voto.

Al fine di ricapitalizzare la banca nell'arco del fine settimana l'autorità di risoluzione stralcia simultaneamente tutte le passività subordinate, più una quota delle passività privilegiate non garantite non assicurate. Poiché il patrimonio è dato dalla differenza fra attività e passività, la diminuzione di queste ultime accresce in misura corrispondente il patrimonio della banca (grafico 1, coppie di colonne a sinistra e al centro). A questo punto, non essendovi stata alcuna rettifica delle attività, la dimensione del bilancio resta invariata. È cambiata soltanto la proporzione fra passività e patrimonio.

L'autorità di risoluzione determina la quota delle passività privilegiate da stralciare, basandosi su una stima generosa dell'ammontare di capitale che occorre creare affinché la banca sia in grado di sopportare tutte le perdite potenziali che verosimilmente potrà ancora subire. In altri termini, l'autorità deve fornire

Funzionamento del meccanismo (in assenza di depositi garantiti):
ricapitalizzazione nel corso del fine settimana

Grafico 1



l'assicurazione a se stessa e al mercato che la banca rimarrà sufficientemente capitalizzata quando le perdite si materializzeranno. Come spiegato più avanti, la stima può essere generosa in quanto l'entità delle cancellazioni decise in questa fase non determina le effettive perdite finali a carico dei creditori.

Gli investitori colpiti dalle cancellazioni ricevono attività emesse dalla società holding temporanea (sotto forma di titoli) di ammontare e di rango pari ai rispettivi crediti stralciati (grafico 1, coppia di colonne a destra, "Titoli senior" e "Titoli subordinati").

L'impatto della fase 1 può essere illustrato con un esempio numerico. Si ipotizzi che immediatamente prima del fallimento (grafico 1, coppia di colonne a sinistra) lo stato patrimoniale della banca si presenti come segue:

Stato patrimoniale della banca immediatamente prima del fallimento

Attività: \$100	Passività privilegiate: \$91
	Passività subordinate: \$5
	Capitale: \$4

Benché la banca abbia un patrimonio contabile di \$4, il mercato non crede che questo ammontare sia sufficiente a coprire le potenziali perdite future, data la rischiosità degli impieghi. Al fine di superare questi dubbi, nel processo di ricapitalizzazione le autorità stimano che la banca necessiti di un capitale di \$16 per assicurare la propria continuità operativa. Per conseguire questo importo sono stralciate passività privilegiate per \$7 e tutte le passività subordinate (\$5). Dopo tale operazione (grafico 1, coppia di colonne al centro) lo stato patrimoniale si presenta come segue:

Stato patrimoniale della banca immediatamente dopo la ricapitalizzazione

Attività: \$100	Passività privilegiate: \$84
	Capitale: \$16

La fase 1 prevede inoltre il trasferimento della proprietà della banca alla società holding di nuova creazione e l'emissione da parte di quest'ultima di titoli destinati ai creditori privilegiati e subordinati della banca, nonché ai precedenti azionisti, nella misura delle cancellazioni da essi subite. Pertanto, a conclusione della fase 1 lo stato patrimoniale della società holding si presenta come segue:

Stato patrimoniale della società holding immediatamente dopo la ricapitalizzazione

Attività (capitale della banca): \$16	Titoli senior: \$7
	Titoli subordinati: \$5
	Ex azionisti della banca: \$4

Fase 2 – Riapertura della banca dopo il fine settimana

Al termine del fine settimana le autorità annunciano che la ricapitalizzazione ha dotato la banca di un solido patrimonio in grado di proteggere i detentori delle

passività rimaste in bilancio. Il lunedì mattina le autorità riaprono la banca e possono all'occorrenza erogare alla stessa un adeguato sostegno di liquidità giacché l'istituzione è ora ben capitalizzata, ossia dispone di un patrimonio sufficiente a coprire le future perdite attese. Ove opportuno, si può procedere alla sostituzione dei membri della direzione e del consiglio di amministrazione. Infine, se necessario, possono essere rettificati eventuali sopravvalutazioni di attività o sottovalutazioni di passività (rettifiche non riportate nel grafico).

Fase 3 – Vendita della banca ricapitalizzata

La società holding temporanea è chiamata a vendere la banca nei mesi successivi alla ricapitalizzazione, dopodiché viene liquidata distribuendo il ricavato della vendita ai precedenti investitori della banca secondo la gerarchia delle loro ragioni di credito.

Il grafico 2 illustra una vendita in cui gli investitori acquistano la banca per un importo inferiore al valore del patrimonio iscritto in bilancio. Tale importo rispecchia la stima da parte degli investitori delle perdite e dei profitti futuri non ancora contabilizzati. La differenza fra l'ammontare pagato dagli acquirenti e il patrimonio della banca è pari alla perdita che sarà accollata ai precedenti azionisti e ai titolari dei crediti stralciati.

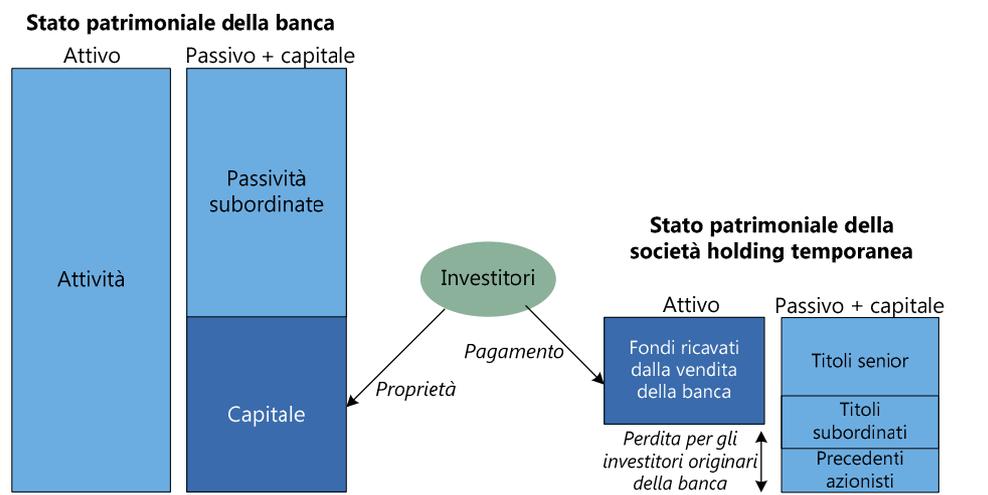
Per illustrare l'impatto della fase 3 è ripreso l'esempio numerico precedente, ipotizzando che gli investitori paghino alla società holding solo \$10 per acquistare tutte le azioni della banca, ossia un ammontare inferiore al suo patrimonio contabile di \$16.

La società holding viene quindi liquidata e le sue attività – i \$10 ricavati dalla vendita della banca – sono ripartite fra i creditori e gli ex azionisti della banca rispettando rigorosamente la gerarchia delle loro spettanze. Tali attività sono tuttavia insufficienti a rimborsare appieno tutti gli aventi diritto. Nel nostro esempio i detentori di titoli privilegiati ricevono \$7 (e sono quindi rimborsati in toto), i detentori di titoli subordinati ottengono \$3 (e sono quindi rimborsati nella

Funzionamento del meccanismo (in assenza di depositi garantiti):
vendita della banca

Grafico 2

Vendita da parte della società holding e distribuzione del ricavato ai precedenti creditori nel rigoroso rispetto del grado di prelazione dei rispettivi crediti



misura di \$3 su \$5), mentre gli ex azionisti non ricevono nulla⁵. Dopo questa operazione il bilancio della società holding si presenta come segue:

Stato patrimoniale della società holding immediatamente dopo la vendita della banca

Attività (proventi della vendita della banca): \$10	Titoli senior: \$7 (pagati \$7)
	Titoli subordinati: \$5 (pagati \$3)
	Ex azionisti della banca: \$4 (pagati \$0)

Illustrazione allargata del meccanismo: in presenza di depositi garantiti

In realtà, nel bilancio di una banca figurano depositi sia garantiti sia non garantiti. L'aggiunta dei depositi garantiti non modifica il funzionamento del meccanismo proposto. Il modello tratta i depositi *non garantiti* nello stesso modo in cui sono trattate le altre passività privilegiate nell'illustrazione di base, ossia li assoggetta a una cancellazione parziale, uguale a quella applicata ai crediti privilegiati di pari rango, e li compensa con titoli emessi dalla società holding⁶. Le autorità devono invece garantire in modo inequivocabile che i depositi *garantiti* siano pienamente tutelati durante la ricapitalizzazione forzata della banca TBTF, così da evitare una corsa agli sportelli e salvaguardare la stabilità finanziaria.

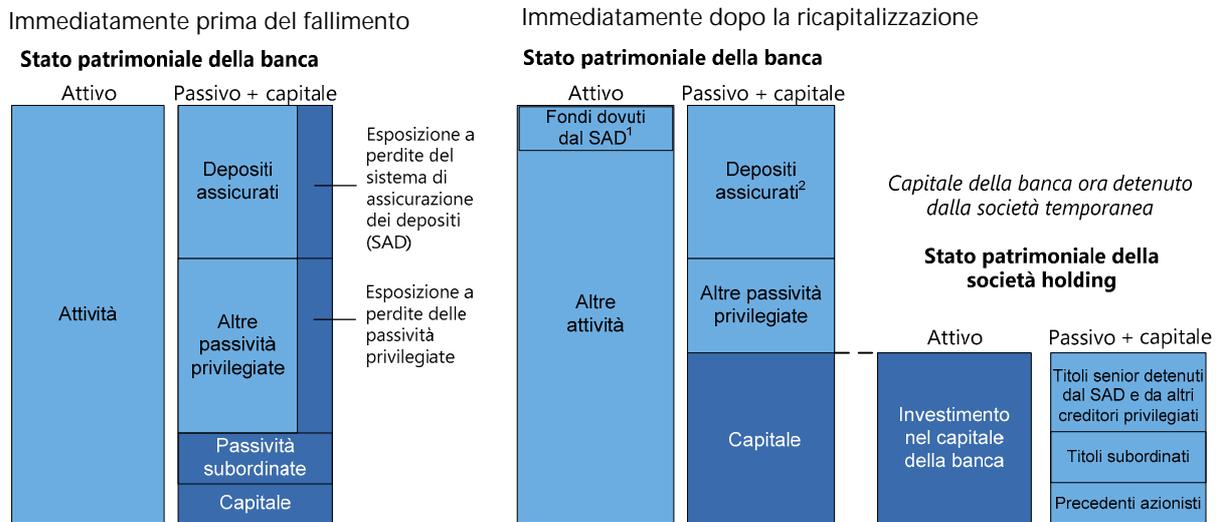
Una siffatta garanzia inequivocabile non può originare da un piano che accolla parte delle perdite ai depositanti assicurati richiedendo poi a questi ultimi di rivalersi sul sistema di tutela di depositi. Pur essendo conforme alla gerarchia dei creditori un tale approccio mediato minerebbe la fiducia nel sistema finanziario e innescherebbe il ritiro di fondi. Peraltro, esso non è necessario. Vi è un approccio più efficace, e al tempo stesso assai più semplice, per preservare la fiducia dei depositanti assicurati in una ricapitalizzazione finanziata dai creditori: richiedere ai sistemi di assicurazione dei depositi di assumersi direttamente le perdite, lasciando intatti i depositi garantiti.

Questo approccio funziona nel modo seguente: anziché stralciare una parte dei depositi garantiti nel quadro della ricapitalizzazione, il patrimonio addizionale necessario è ottenuto grazie a un versamento diretto del sistema di assicurazione dei depositi a favore della banca (accrescendone così l'attivo). Al sistema di assicurazione viene quindi riconosciuto un credito verso la società holding nell'ambito della fase 3 dell'illustrazione di base, alla stessa stregua dei creditori non assicurati che hanno subito cancellazioni di debito.

Le tre fasi dell'illustrazione di base sono ricapitolate qui di seguito considerando però una banca TBTF con depositi garantiti.

⁵ I creditori privilegiati avrebbero subito una perdita soltanto qualora l'importo pagato dai nuovi investitori per acquisire la banca fosse stato inferiore ai loro crediti verso la società holding.

⁶ Per semplicità in questo articolo si suppone che nella giurisdizione in cui è applicato il meccanismo non vi sia un regime di "preferenza per i depositanti", ossia che non esistano disposizioni legali che attribuiscono ai depositi una prelazione sulle altre attività privilegiate in sede di liquidazione. Qualora fosse in atto un tale regime preferenziale, allora nel quadro del meccanismo proposto i depositi non assicurati e il sistema di assicurazione dei depositi non dovrebbero patire gli effetti di una cancellazione di debito prima che siano state completamente stralciate tutte le passività di rango inferiore.



¹ Pagamento del sistema di assicurazione dei depositi (SAD) alla banca a copertura delle quote delle svalutazioni a carico dei depositi. ² Non toccati dalle svalutazioni in quanto coperti dal SAD.

Fase 1 in presenza di depositi garantiti – Ricapitalizzazione della banca durante il fine settimana

Questa fase è sostanzialmente uguale a quella descritta nel caso di una banca senza depositi garantiti. Tuttavia, invece di cancellare una porzione dei depositi garantiti per creare capitale, viene richiesto al sistema di assicurazione dei depositi (SAD) di effettuare un pagamento dello stesso ammontare direttamente alla banca. I depositanti assicurati sono così del tutto protetti dallo stralcio di passività. In contropartita, al SAD, così come agli altri creditori privilegiati, sono assegnati i titoli più senior emessi dalla società holding⁷ (grafico 3). Il SAD viene a detenere un ammontare di tali titoli pari alla quota dei depositi garantiti della banca che altrimenti sarebbero stati stralciati.

Fase 2 in presenza di depositi garantiti – Riapertura della banca dopo il fine settimana

Questa fase è sostanzialmente uguale a quella descritta nel caso di una banca senza depositi garantiti. Tuttavia, nel loro comunicato le autorità annuncerebbero altresì che i depositi garantiti sono stati salvaguardati dal SAD cosicché i fondi dei depositanti assicurati rimangono intatti.

Fase 3 in presenza di depositi garantiti – Vendita della banca ricapitalizzata

Questa fase è sostanzialmente uguale a quella descritta nel caso di una banca senza depositi garantiti. Tuttavia, il ricavato della vendita della banca è pagato al SAD e agli altri detentori di crediti privilegiati di pari rango con priorità rispetto a tutti gli altri investitori.

⁷ In una giurisdizione in cui vige un regime di preferenza per i depositanti, soltanto il SAD e i depositanti non assicurati otterrebbero i titoli più senior della società holding. Gli altri creditori privilegiati riceverebbero titoli di rango immediatamente inferiore.

Trattamento dei crediti garantiti nel quadro della ricapitalizzazione

Affinché un programma di risoluzione sia conforme ai termini contrattuali stipulati in precedenza con gli investitori occorre che i fondi forniti alla banca su base garantita rimangano protetti. Ma tale protezione dovrebbe valere soltanto nella misura in cui le garanzie coprono i crediti in essere. Pertanto, la porzione di tali fondi che al momento della ricapitalizzazione non risulta garantita a causa dell'insufficienza di collaterale dovrebbe essere stralciata alla stessa stregua di altri crediti non garantiti.

Raffronto con altri metodi di ricapitalizzazione

Il meccanismo proposto comprende taluni elementi presenti in due approcci generali già consolidati o contemplati – gli schemi bail-in e taluni schemi di risoluzione incentrati sulla società holding – che mirano a ricapitalizzare rapidamente una banca o un gruppo bancario in stato di insolvenza (ad esempio nell'arco di un fine settimana):

- *Schemi bail-in* – Questi schemi mirano a realizzare la ricapitalizzazione tramite una conversione diretta delle attività dei creditori in azioni ordinarie di nuova emissione⁸. I metodi di questo tipo che prevedono l'assegnazione immediata di azioni ordinarie ai creditori della banca in base a una formula prestabilita sono denominati schemi bail-in diretti.
- *Schemi di risoluzione incentrati sulla società holding (taluni schemi "single point of entry")*⁹ – Questi metodi si applicano generalmente a banche che prima di giungere al punto di fallimento erano di proprietà di una società holding non operativa che aveva emesso debito. Se il gruppo bancario nel suo insieme deve essere ricapitalizzato, la società holding può essere chiamata a vendere la banca o a trasferirla all'autorità preposta alla risoluzione, il che ha l'effetto di ricapitalizzare il gruppo liberandolo di passività al livello della società holding.

In pratica esistono molti altri metodi di risoluzione, ciascuno con più varianti. In particolare, taluni prevedono una ricapitalizzazione lungo un arco di tempo più esteso, così da permettere alle autorità nazionali di valutare in modo accurato il fabbisogno di capitale della banca dissestata; questi metodi vengono qui collettivamente denominati schemi di ricapitalizzazione differita. Un esempio al riguardo consiste in uno schema bail-in modificato che proroga la conversione delle attività dei creditori fino a che non è formulata una valutazione ufficiale del fabbisogno di ricapitalizzazione della banca. Un approccio gradualistico può anche essere assunto dal metodo della "banca ponte", in base al quale l'istituzione viene

⁸ Per una descrizione dettagliata, cfr. Fondo monetario internazionale, "From bail-out to bail-in: mandatory debt restructuring of systemic financial institutions", *Staff Discussion Note* 12/03, Washington, aprile 2012.

⁹ Ai fini del presente articolo la risoluzione incentrata sulla società holding si riferisce all'approccio detto "single point of entry" così come contemplato dalle autorità statunitensi. Questo approccio si basa sulla ricapitalizzazione del gruppo bancario nel suo insieme mediante l'allocazione delle perdite alla società di vertice allorché quest'ultima è una holding non operativa di un gruppo bancario TBTF. Per ulteriori dettagli in merito a questo approccio e all'approccio omonimo della Bank of England, cfr. Federal Deposit Insurance Corporation e Bank of England, *Resolving globally active, systemically important, financial institutions*, dicembre 2012.

scissa in una “banca buona” e una “banca cattiva” sulla scorta di una valutazione dettagliata del fabbisogno di capitale della banca buona.

Pur contemplando taluni elementi degli approcci sopradetti, il meccanismo proposto in questo articolo mira a evitarne i principali inconvenienti. Pertanto esso potrebbe rappresentare *l'unico* approccio che simultaneamente: 1) rispetta la gerarchia dei creditori (massimizzando l'efficienza di costo); 2) realizza una ricapitalizzazione nell'arco del fine settimana così da fornire agli investitori certezza immediata riguardo alla loro perdita massima (limitando i rischi per la stabilità finanziaria); 3) si applica a tutti i creditori non assicurati del gruppo TBTF (riducendo al minimo l'azzardo morale).

Raffronto con gli schemi di bail-in

Rispetto della gerarchia dei creditori

Quando una società è posta in liquidazione, il liquidatore vende le attività dell'azienda e distribuisce il ricavato nell'ordine (cioè secondo il rispettivo grado di prelazione) a: creditori privilegiati, creditori subordinati e azionisti. Di conseguenza, agli azionisti non spetta nulla allorché un creditore subisce una perdita. Analogamente, un creditore subordinato non riceve nulla allorché un creditore privilegiato subisce una perdita.

Gli schemi bail-in diretti non rispecchiano però appieno tale gerarchia. Infatti, convertendo direttamente i crediti in azioni essi diluiscono il valore delle attività detenute dai precedenti azionisti, ma non lo annullano completamente, nemmeno nel caso in cui i creditori debbano sopportare perdite¹⁰. Questa violazione della gerarchia non si verifica nel meccanismo di ricapitalizzazione finanziata dai creditori, giacché gli azionisti ricevono un compenso soltanto se i creditori sono rimborsati integralmente. Analogamente, i creditori subordinati ricevono un compenso soltanto se i creditori privilegiati sono rimborsati integralmente.

Compenso dei creditori

Qualsiasi meccanismo che comporti lo stralcio di crediti allo scopo di ricapitalizzare una banca dissestata pone le autorità in una difficile posizione. Da un lato, le cancellazioni di debito dovrebbero essere abbastanza ampie da assicurare che la banca ricapitalizzata possa sopravvivere senza il sostegno del denaro pubblico. Dall'altro, nell'intento di trattare i creditori in modo equo e di limitare l'instabilità finanziaria, le autorità si sforzano di non accollare ai creditori stessi perdite più pesanti del necessario. Si aggiunga che ogni ritardo nel decidere l'entità delle cancellazioni alimenta l'incertezza riguardo alle perdite attese per i creditori e può avere gravi ripercussioni sulla stabilità finanziaria.

¹⁰ I creditori patiscono una perdita qualora il valore delle azioni ricevute sia inferiore all'entità della cancellazione subita dalle loro precedenti attività, un esito inevitabile se il fabbisogno di ricapitalizzazione della banca è ingente. Si potrebbe argomentare che quando i creditori accettano la possibilità di subire una perdita prima che siano cancellati gli azionisti (ad esempio acquistando uno strumento di debito in cui questa possibilità è prevista dalle condizioni del contratto – il cosiddetto “contractual bail-in”), allora viene a crearsi una nuova gerarchia di creditori. Tuttavia, questo articolo esamina se i metodi di risoluzione rispettano la gerarchia *esistente* applicabile nella procedura di liquidazione. Esso sostiene che il rispetto di questa gerarchia è fondamentale ai fini di limitare l'incertezza e di attrarre la notevole massa esistente di investitori in strumenti debitori (cfr. la sezione “Spessore del mercato e liquidità”).

Il meccanismo di ricapitalizzazione qui proposto consente alle autorità di trovare un buon equilibrio fra stabilità finanziaria ed equità di trattamento. Le autorità possono adottare un approccio prudente e rapido nel valutare l'entità delle cancellazioni di crediti necessarie per ricapitalizzare la banca nel corso del fine settimana. Ciò fornisce certezza *immediata* ai creditori riguardo alla loro perdita *massima*, limitando così i rischi per la stabilità finanziaria. I creditori possono inoltre confidare nel fatto che, indipendentemente dall'entità di queste cancellazioni, alla fine riceveranno un compenso equo. Ciò perché l'importo ottenuto sul mercato con la vendita della banca ricapitalizzata nella fase 3 del processo supera l'importo delle cancellazioni effettuate nella fase 1¹¹.

Per illustrare questo punto si supponga che le autorità decidano di stralciare una quota importante dei crediti privilegiati per far sì che la banca sia ottimamente capitalizzata e senz'altro in grado di onorare tutte le rimanenti passività. Ciò accrescerebbe il valore della banca ricapitalizzata e farebbe così aumentare il prezzo ricavato dalla sua vendita. Il prezzo più elevato implicherebbe a sua volta che vi sarebbero più fondi a disposizione per compensare i creditori privilegiati delle cancellazioni subite. Questa dinamica autocorrettiva apporta valore di mercato ai creditori e protegge le autorità dall'accusa di penalizzare (o favorire) i creditori nell'azione intesa a ripristinare rapidamente la stabilità finanziaria.

L'utilizzo della valutazione del mercato per determinare l'allocazione delle perdite ai creditori si pone in netto contrasto con l'approccio seguito in uno schema bail-in *diretto*. Questo mira a fornire chiarezza riguardo alla perdita che sarà subita dai creditori convertendo rapidamente il debito in capitale. Ma in questo modo determina il numero di azioni assegnate ai creditori prima che sia noto il valore di mercato post-ricapitalizzazione della banca. Pertanto, il bail-in diretto distribuisce un ammontare incognito di valore ai creditori e, di conseguenza, ha forti probabilità di compensarli in misura insufficiente o eccessiva per le perdite subite a fronte delle loro precedenti attività. Nell'acquistare titoli di debito che potrebbero essere convertiti o stralciati in caso di bail-in gli investitori chiederanno una remunerazione a fronte di questa incertezza, sicché tali titoli comportano un maggior costo che è assente nel meccanismo qui proposto (taluni schemi di bail-in modificati cercano di superare questo problema ritardando la conversione delle attività dei creditori. Questi schemi sono trattati più oltre, nella sezione "Raffronto con i metodi a ricapitalizzazione differita").

Spessore del mercato e liquidità

Un importante fattore addizionale nel costo del finanziamento di una banca è dato dallo spessore e dalla liquidità dei mercati degli strumenti di debito da essa emessi. Nella pratica molti investitori in titoli di debito bancari operano in base a un mandato che fa loro divieto di acquistare azioni. Di conseguenza, i titoli collegati a un bail-in, che saranno potenzialmente convertiti in azioni (senza certezza circa il

¹¹ L'utilizzo della valutazione del mercato e il rispetto della gerarchia dei creditori rende il meccanismo assai simile alla procedura standard di liquidazione in termini di allocazione delle perdite. Quando una società fallisce e viene posta in liquidazione, i normali diritti degli azionisti e dei creditori sono rimpiazzati da diritti sul ricavato della vendita degli attivi della società. Allorché il meccanismo proposto è impiegato per ricapitalizzare una banca, la società holding temporanea funge di fatto da liquidatore. Ma invece di vendere i singoli attivi della banca, essa cede la banca stessa nel suo insieme come azienda operante. E poiché il fatto di mantenere la continuità operativa consente alla banca di preservare il suo valore di avviamento, in generale la cessione dell'intera banca dovrebbe apportare maggiore valore ai creditori rispetto alla liquidazione.

compenso ricevuto), sono verosimilmente meno attraenti per gli attuali investitori obbligazionari e quindi meno liquidi dei titoli ordinari.

Per contro, il debito sottoposto al meccanismo di ricapitalizzazione qui proposto non presuppone investitori in grado di acquisire azioni e assicura un adeguato compenso in piena coerenza con la gerarchia di prelazione. Gli investitori obbligazionari ottengono denaro contante dalla vendita della banca così come otterrebbero denaro contante dalla vendita degli attivi di una banca in liquidazione. Pertanto, gli strumenti di debito sono verosimilmente più liquidi poiché hanno maggiori probabilità di essere dotati di rating, essere incorporati in indici azionari e rispondere alle esigenze degli investitori obbligazionari nazionali e internazionali esistenti.

In altre parole, rispetto al metodo bail-in diretto, il meccanismo proposto tende a massimizzare lo spessore di mercato di accesso e la liquidità rispettando la struttura dei mercati *esistenti*, anziché cercare di modificarla al fine di creare nuovi mercati per un ingente volume di strumenti ibridi di debito-capitale.

Base azionaria

Nel quadro di uno schema di bail-in diretto l'insieme degli azionisti post-salvataggio è formato sia da ex-azionisti sia da ex-creditori. Per contro, nel meccanismo di ricapitalizzazione proposto gli azionisti sono investitori azionari nuovi e motivati, che hanno spontaneamente scelto di acquisire la banca ricapitalizzata. Viene così evitata la situazione in cui investitori in strumenti di debito diventano ipso facto investitori azionari e rischiano quindi di essere impreparati a esercitare diritti fondamentali come la nomina di nuovi amministratori alla guida della banca. Inoltre, il meccanismo proposto consente di sottoporre il nuovo azionariato della banca a tutte le procedure di scrutinio che le autorità di vigilanza solitamente applicano ai potenziali nuovi proprietari, cosa che potrebbe non essere possibile in un bail-in diretto, dove sono immediatamente assegnate azioni agli ex-creditori della banca.

Raffronto con gli schemi di risoluzione incentrati sulla società holding ("single point of entry")

Efficienza di costo

Il meccanismo di ricapitalizzazione proposto si focalizza sull'assorbimento delle perdite al livello della banca (ossia al livello dell'entità operativa), ma può anche essere applicato a qualunque istituzione facente parte di un gruppo bancario. Sotto questo aspetto esso si differenzia da uno schema incentrato sull'allocatione delle perdite al debito emesso da una società holding preesistente proprietaria della banca. Tale schema comporta verosimilmente un inutile costo supplementare derivante dalla "subordinazione strutturale". In sostanza, il debito emesso dalla società holding è de facto subordinato nella gerarchia dei crediti rispetto al debito emesso dall'affiliata bancaria, ed è quindi più costoso.

A titolo di esempio, si consideri un gruppo bancario formato da una società holding che possiede una sola affiliata bancaria. Si supponga che, per migliorare la risolvibilità del gruppo, le autorità richiedano l'emissione un ingente ammontare di debito capace di assorbire le perdite in caso di risoluzione. È più efficiente che sia la holding o l'affiliata bancaria ad emettere tale ammontare di debito? La risposta è: l'affiliata bancaria.

Il debito emesso al livello della società holding è “strutturalmente subordinato” rispetto a quello emesso a livello dell’entità operativa bancaria, in quanto il pagamento degli interessi maturati dipende dai dividendi ordinari pagati dalla seconda alla prima. Il consiglio di amministrazione o la direzione dell’entità operativa ha la facoltà di sospendere il pagamento di tali dividendi. In situazioni di crisi, poi, anche le autorità di vigilanza possono limitare o vietare la distribuzione di dividendi. Di conseguenza, la subordinazione strutturale introduce un elemento di giudizio discrezionale da parte della direzione e delle autorità. Essa crea pertanto incertezza, incertezza che tende a spingere verso l’alto sia il costo del debito emesso al livello della società holding sia il costo del finanziamento per il gruppo nel suo insieme¹².

Per contro, il debito emesso al livello della banca non dipende dal pagamento discrezionale di dividendi, ma soltanto dalla capacità della banca di mantenersi solvibile. Per giunta, una riduzione dei dividendi volta a rafforzare la base di capitale primario di fatto migliora la protezione delle passività emesse dalla banca stessa, giacché il debito viene a disporre di un maggiore cuscinetto patrimoniale. Nella pratica le agenzie di rating, fra cui le due maggiori agenzie globali di rating per le banche, danno tradizionalmente una valutazione inferiore di almeno un grado (notch) al debito emesso dalla società holding non operativa rispetto a quello emesso dalla sua affiliata bancaria, a causa della subordinazione strutturale e di altri fattori. Per i gruppi con basso rating o in situazione critica lo scarto negativo può essere anche maggiore. Questa prassi ben consolidata ha trovato conferma di recente nel contesto della legge Dodd-Frank e nelle strategie di risoluzione incentrate sulla società holding¹³.

Azzardo morale

Il meccanismo di ricapitalizzazione proposto è concepito in modo da affrontare in modo più completo, rispetto all’approccio incentrato sulla società holding (o “single point of entry”), il problema dell’azzardo morale, in quanto alloca le perdite a *tutti* i crediti non garantiti, anziché a un sottoinsieme di titoli di debito emessi dalla società holding.

Un evidente problema che si pone limitando l’allocazione delle perdite ai soli creditori della società holding (o soltanto a talune classi di creditori dell’affiliata bancaria) è che l’ammontare totale di debito cancellabile può risultare insufficiente a ricapitalizzare la banca. Inoltre, i restanti creditori possono essere indotti a credere che continueranno a essere protetti se non vi è alcun meccanismo in forza del quale essi siano chiamati a sopportare perdite allorché si rende necessaria una ricapitalizzazione.

Problemi ancora maggiori si pongono quando il debito emesso da una società holding, o il debito di alcune categorie limitate emesso dalla banca, è specificatamente destinato a essere utilizzato come fonte primaria per il finanziamento dei

¹² La subordinazione strutturale non dipende dalla giurisdizione, ma il suo impatto può risultare amplificato quando l’autorità di regolamentazione della società holding è diversa da quella dell’affiliata bancaria, e ancor più se le due autorità appartengono a giurisdizioni diverse.

¹³ Per le metodologie delle agenzie di rating, cfr. ad esempio Standard & Poor’s, *Reassessing US non-operating financial holding company creditworthiness under the Dodd-Frank Act*, 10 dicembre 2012; Standard & Poor’s, *Criteria: financial institutions: general: analytical approach to assessing non-operating holding companies*, 17 marzo 2009; e Moody’s Investors Service, *Reassessing systemic support in US bank ratings – an update and FAQs*, 27 marzo 2013.

costi della ricapitalizzazione. Essendo molto più facile allocare le perdite agli strumenti finanziari senior relativamente semplici (come ad esempio i titoli di debito collocati presso investitori esterni) che non a quelli più complessi (come ad esempio i contratti derivati), le strategie di risoluzione che mirano ad assicurare un volume sufficiente di finanziamento tendono ad accollare prioritariamente le perdite alle attività più semplici. Una situazione analoga può prodursi allorché nel quadro di un processo di risoluzione o di ricapitalizzazione le autorità cercano di proteggere i crediti a breve termine. L'inconveniente di tali approcci è che non viene rispettato l'ordine di prelazione, cosicché le attività senior più complesse o con scadenza più breve sono di fatto sussidiate da quelle più semplici e a più lungo termine. Ciò potrebbe ostacolare le recenti iniziative delle autorità volte a ridurre la complessità e ad allungare la scadenza delle fonti di finanziamento, e rischia pertanto di ridurre nel tempo la resilienza del sistema finanziario globale.

Il meccanismo di ricapitalizzazione proposto è applicabile a qualsiasi creditore non assicurato di una qualsiasi entità giuridica appartenente a un gruppo finanziario (sia esso bancario, di intermediazione mobiliare, assicurativo o di altro tipo) allorché le autorità desiderano disporre di un'alternativa rispetto al salvataggio finanziato con fondi pubblici. Esso può essere mirato alla specifica entità operativa TBTF all'interno del gruppo, che si tratti della società holding o di un'affiliata. Tale universalità di applicazione è dovuta al fatto che la società holding temporanea ad hoc è costituita soltanto una volta attivato il meccanismo di ricapitalizzazione. Poiché tale società è esterna alla struttura esistente del gruppo, essa può essere utilizzata per ricapitalizzare qualsiasi entità di un gruppo TBTF. Ciò contrasta con l'approccio "single point of entry", che per definizione si basa sull'accollo delle perdite al solo debito emesso dalla capogruppo, e che quindi ha una capacità limitata di contrastare l'azzardo morale a livello delle varie entità del gruppo.

Segnali di mercato

Oltre al problema dell'azzardo morale, l'approccio "single point of entry" può anche comportare un problema di chiarezza dei segnali di mercato. Si consideri un gruppo bancario di grandi dimensioni – costituito da una società holding e da molte affiliate bancarie internazionali – che i mercati considerano troppo grande per fallire. Nel quadro di un modello incentrato sulla società holding, il debito emesso da quest'ultima è la fonte di finanziamento che sopporta la perdita se il gruppo deve essere ricapitalizzato. Pertanto, tale debito funge effettivamente da risorsa di capitale per proteggere i creditori delle affiliate bancarie. Ciò implica che se una determinata affiliata assume rischi eccessivi, il costo del debito emesso dalla holding dovrebbe aumentare, agendo da segnale e imponendo una certa disciplina di mercato al gruppo. Tuttavia, nel quadro di tale modello è impossibile attribuire con certezza il maggiore costo del finanziamento sostenuto a livello della società holding ai rischi assunti da una certa affiliata: la fonte del segnale di mercato rimane nascosta.

Nel meccanismo proposto sono i creditori delle affiliate bancarie a sopportare il costo della ricapitalizzazione. Ciò significa che se un'affiliata assume rischi eccessivi, aumenta il costo del finanziamento di quella specifica entità. Di conseguenza, la fonte del segnale è chiara, e la disciplina di mercato viene imposta all'affiliata che effettivamente incorre in rischi eccessivi. Questa maggiore chiarezza dei segnali di mercato dovrebbe permettere alle autorità, ai responsabili della gestione del rischio e al management di individuare meglio le fonti di inquietudine del mercato riguardo all'assunzione di rischio in un gruppo societario complesso. A sua volta ciò

dovrebbe contribuire a un'allocazione efficiente del capitale fra le varie componenti del gruppo stesso.

Raffronto con i metodi a ricapitalizzazione differita

I metodi a ricapitalizzazione differita, che in base alla precedente definizione comprendono gli schemi di bail-in modificati e le strutture del tipo "banca-ponte", prorogano la decisione circa l'ammontare e, potenzialmente, l'allocazione delle perdite ai vari creditori in attesa del risultato di una valutazione dettagliata della banca dissestata. Tale valutazione può essere compiuta dalle autorità stesse o da consulenti esterni. Essa è impiegata per determinare il livello delle perdite da allocare agli azionisti e ai creditori al fine di ricapitalizzare la banca. Lo scopo è ottenere una stima più accurata del valore dell'azienda e un'allocazione delle perdite ai creditori che cerca di rispettare la gerarchia di prelazione.

Tuttavia, a prescindere dal problema della notevole soggettività che implica ogni valutazione, un inconveniente dei metodi a ricapitalizzazione differita è che essi non forniscono ai creditori certezza immediata riguardo alla perdita massima. Essi estendono invece il periodo di incertezza alla *totalità* dei crediti che potrebbero essere chiamati a sopportare una perdita in seguito alla valutazione. Questa incertezza generalizzata può amplificare l'instabilità finanziaria, esacerbare il flusso di notizie negative e pregiudicare il valore di avviamento della banca, finendo per causare ulteriori inutili perdite ai creditori. Per contro, il meccanismo proposto consente alle autorità di contenere rapidamente l'incertezza limitando le perdite dei creditori all'ammontare delle attività immediatamente stralciate nella fase 1. Ciò dovrebbe conseguire l'obiettivo cruciale per la stabilità finanziaria di dissipare la notevole incertezza che sussiste prima dell'annuncio della ricapitalizzazione della banca.

In sintesi, il bail-in diretto tende a ridurre i rischi per la stabilità finanziaria (allocando rapidamente le perdite ai creditori per realizzare la ricapitalizzazione), mentre i metodi a ricapitalizzazione differita mirano ad allocare le perdite ai creditori in una maniera tale da rispecchiare più accuratamente la gerarchia di prelazione tenendo conto del valore della banca ricapitalizzata. Il meccanismo qui proposto è concepito in modo da conseguire simultaneamente *entrambi* questi obiettivi.

Attuazione

Questo articolo ha esaminato i vantaggi concettuali del meccanismo di ricapitalizzazione proposto. Nondimeno, così come per gli altri metodi di ricapitalizzazione, la sua attuazione concreta presuppone che vengano analizzati e comunicati chiaramente ai portatori di interessi vari aspetti operativi e legali, fra cui il trattamento specifico dei diversi tipi di attività privilegiate, ivi compresi quelli più complessi. È quindi raccomandabile un approccio pragmatico e graduale.

Nella prima fase il meccanismo verrebbe applicato all'insieme degli azionisti e dei creditori subordinati. Le autorità dovrebbero richiedere alle grandi banche di mantenere un volume di debito subordinato sufficiente a coprire la maggior parte del fabbisogno di ricapitalizzazione (un requisito che potrebbe essere allentato una volta conclusa la seconda fase).

Una volta specificato in dettaglio il trattamento dei crediti privilegiati e una volta chiarite le questioni legali e operative rilevanti, nella seconda fase il meccanismo di cancellazione verrebbe applicato proporzionalmente a tutte le attività privilegiate non garantite, indipendentemente dal loro grado di complessità. Considerato il rischio per i depositanti non assicurati di subire una perdita in questa fase, le autorità dovrebbero valutare accuratamente il livello appropriato della tutela dei depositi e la questione della “preferenza per i depositanti” (cioè se la legislazione vigente statuisce un diritto di prelazione dei depositi sulle altre attività privilegiate).

Conclusioni

Questo articolo propone un meccanismo di ricapitalizzazione semplice che è conforme ai diritti dei creditori e consente la ricapitalizzazione di una banca TBTF nell'arco di un fine settimana senza ricorso a denaro dei contribuenti. Esso integra taluni elementi delle strategie di ricapitalizzazione esistenti in maniera tale da preservarne i vantaggi ed evitarne al tempo stesso i principali inconvenienti. Il meccanismo utilizza il mercato stesso per determinare le perdite che i creditori devono sopportare per ricapitalizzare la banca e prevede la creazione di una società holding temporanea per assicurare che tali perdite siano allocate in modo da rispettare rigorosamente la gerarchia dei creditori. In confronto ad altri approcci il meccanismo proposto è probabilmente il *solo* metodo che, simultaneamente: 1) rispetta la preesistente gerarchia dei creditori (massimizzando l'efficienza di costo); 2) realizza la ricapitalizzazione nell'arco del fine settimana così da fornire agli investitori certezza immediata circa la loro perdita massima (limitando i rischi per la stabilità finanziaria); 3) si applica a tutti i creditori non assicurati dell'intero gruppo TBTF (riducendo al minimo l'azzardo morale).