

## FOCUS

# LA CRISI DEI MERCATI FINANZIARI E L'AZIONE DEI GOVERNI<sup>1</sup>

Febbraio 2009

A cura di: Maurizio BENETTI Uff. Studi CISL  
Gabriele OLINI Uff. Studi CISL

### 1. La crisi e le sue dimensioni

*Nel mondo, secondo Gordon Brown, sono già stati impiegati dagli Stati nel corso del 2008 7 mila miliardi di dollari per salvare il sistema bancario e riportare ordine in un mercato finanziario sconvolto. E non bastano.* A causa della crisi dei mercati le principali banche mondiali hanno perso oltre 3 mila miliardi di dollari di capitalizzazione borsistica nel 2008.<sup>2</sup> Nelle prime 10 economie la perdita di valore ha totalizzato 1.727 miliardi rispetto al 2007. Il calo più ampio si è registrato negli Usa (-423 miliardi), seguiti da Regno Unito (-307) e Belgio (-176 miliardi). Le banche francesi, dall'1 gennaio al 19 dicembre del 2008, hanno visto la loro capitalizzazione ridursi di 157 miliardi. Quelle svizzere di 107,5 miliardi. Le tedesche hanno pagato lo scotto della crisi lo scorso anno perdendo 84 miliardi di valore di mercato, dopo averne lasciati sul terreno 3,7 nel 2007.

In Italia gli istituti di credito hanno perso 176 miliardi. Un calo che arriva dopo un 2007 particolarmente positivo (+73 miliardi), rispetto agli altri big mondiali già in rosso. Due anni fa infatti le banche americane avevano già lasciato sul terreno borsistico 339 miliardi di dollari, le giapponesi 112 miliardi, le britanniche 101, le francesi 31 e le svizzere 44 miliardi.

*La crisi si sviluppa in due fasi: un primo periodo dal luglio 2007 al 15 settembre 2008 di seria turbolenza finanziaria con una diffusione più ridotta tra paesi e i settori economici; una seconda fase di generalizzato crollo della fiducia e di panico dei mercati, con esiti potenzialmente disastrosi<sup>3</sup>.*

L'innesco della prima fase è data dallo scoppio della bolla immobiliare negli Stati Uniti con la riduzione dei prezzi delle case e la diffusione delle insolvenze tra i mutuatari; l'innesco iniziale è complessivamente modesto, ma il contesto dei mercati finanziari ha moltiplicato enormemente la deflagrazione. I rischi, infatti, erano stati largamente diffusi attraverso la vendita di titoli (cartolarizzazione), che spostavano su altri soggetti gli oneri di un'eventuale insolvenza e che erano resi molto appetibili per i risparmiatori da tassi di interesse particolarmente elevati. Il meccanismo deresponsabilizzava la banca, che concedeva il mutuo e, per di più, contaminava del rischio di insolvenze pacchetti di titoli (costituiti anche da titoli di natura più innocua), che a loro volta venivano rivenduti e rimpacchettati con altri (*toxic assets*). Le crescenti difficoltà dei mutuatari a fare fronte ai propri impegni portano nel 2007 ad un rapido crollo della domanda di questi titoli; si hanno i primi fallimenti di istituzioni finanziarie maggiormente coinvolte negli stessi strumenti. Ma l'incertezza su chi realmente detenga i titoli tossici ha portato ad una forte diffidenza a concedere

<sup>1</sup> Chiuso il 25 febbraio 2009

<sup>2</sup> Ocse (2009), Financial Market Trends, no. 95-2008

<sup>3</sup> Si veda Davide Furceri and Annabelle Mourougane (2009), *Financial Crises: Past Lessons And Policy Implications*, OECD - Economics Department Working Papers No. 668, [www.oecd.org](http://www.oecd.org). Dell'Ufficio Studi CISL si veda: *Focus La Crisi dei Mutui Immobiliari*, Settembre 2007; *Focus Le crisi internazionali: tassi di interesse e mercati*, Giugno 2008; *Scenario dell'Economia* Luglio 2008, Ottobre 2008, Gennaio 2009.

credito ad altri soggetti, di cui non si riusciva a valutare la solidità (*credit crunch*); si ha una forte crescita dei tassi di interesse interbancari, nonostante l'abbondante liquidità che proveniva dalle Banche Centrali, finalmente preoccupate della situazione. Le banche sono costrette ad annunciare perdite più o meno ampie nei loro bilanci. I mercati azionari subiscono pesanti perdite per la necessità di molti soggetti di effettuare vendite per ricostituire la liquidità ridotta e per l'improvviso oscurarsi delle prospettive dell'economia reale.

*L'autunno del 2008 porta ad una drammatica escalation della crisi per un'ondata di fallimenti di istituzioni finanziarie.* Sono soprattutto le banche di investimento, ad essere più esposte al *credit crunch* sia sull'attivo con i titoli tossici, sia nel passivo, perché si finanziano non tramite sportelli, ma su un mercato interbancario, improvvisamente selettivo e prosciugato. I mercati finanziari collassano sia negli USA, che in Europa nella seconda settimana di settembre in corrispondenza della crisi della Lehman Brothers, che il governo degli Stati Uniti lascia fallire. Il panico appare incontrollato. Le pressioni si allargano fuori dal settore bancario. Iniziano i salvataggi delle Banche in Europa.

**Tabella 1 RECENTI FALLIMENTI DI ALCUNE ISTITUZIONI FINANZIARIE<sup>4</sup>**

**Table 1: Recent failures of selected financial institutions**

Date and country	Event	Fiscal cost
7 February 2008 - United Kingdom	Northern Rock was nationalised	£ 88 billion
14 March - United States	Bear Stearns absorbed by a commercial bank following a significant Federal Reserve subsidy	\$ 29 billion
7 September - United States	Freddy Mac and Fannie Mae were de facto nationalised	\$ 200 billion
15 September - United States	Lehman Brothers filed for bankruptcy protection	-
17 September - United States	AIG was nationalised	\$ 87 billion
29 September – Benelux	Fortis rescued	€16 billion
29 September – United States	Wachovia bought by Citibank	\$12 billion
29 September – Germany	Hypo Real Estate rescued	\$ 50 billion (raised to 71 on 6 October)
29 September – Iceland	Glitnir rescued	\$ 850 million
29 September – United Kingdom	Bradford & Bingley rescued	\$ 32.5 billion
30 September – Belgium	Dexia rescued	\$ 9.2 billion
30 September – Ireland	Irish banks rescued	\$ 572 billion
7 October – Iceland	Lansbanki nationalised	
9 October – Iceland	Kaupthing nationalised	\$ 864 million
16 October - Switzerland	UBS rescued	\$ 59.2 billion
19 October – the Netherlands	ING	€ 10 billion
20 October – France	French government lent money to 6 large banks	€ 10.5 billion
27 October – Belgium	KBG	€ 3.5 billion
4 November - Austria	Nationalisation of Kommunalkredit Constantia Privatbank was nationalised and sold to five Austrian banks for one euro	
15 January 2009 - Ireland	Anglo Irish Bank nationalised	

Source: *Financial Times*, UK Office for National Statistics and OECD.

<sup>4</sup> Tratto da Davide Furceri and Annabelle Mourougane (2009), op cit.

*Nonostante siano passati tanti mesi e nonostante le enormi risorse messe in campo dai Governi di tutti i paesi, i casi in cui è necessario intervenire con iniezione di denaro pubblico dopo un crollo in Borsa non sono finiti.* Solo nei giorni scorsi è toccato a Royal Bank of Scotland crollata del 66% sul listino in una sola seduta, dopo aver annunciato una perdita di 28 miliardi di sterline per il 2008. Questa avrebbe portato la banca al fallimento senza un intervento urgente dello Stato, che ha fatto arrivare la quota di controllo del Governo al 70% del capitale.

I bilanci non sono stati risanati. Basta guardare, ad esempio, ai conti di Citigroup. Ancora lo scorso novembre la banca forniva uno spaccato del suo attivo. Ebbene su 2mila miliardi di dollari complessivi, quelli realmente liquidi erano molto meno della metà. Tra mutui, trading e la voce altri (ovviamente non specificati) erano classificati ben 1.400 miliardi di quei 2.000. Si tratta di 1.400 mld di cui non si conosce né la composizione né il vero valore. Inoltre c'erano all'epoca poste classificate fuori bilancio per 1.200 miliardi. Una contabilità parallela fatta di Siv, Conduit, cioè strumenti finanziari poco liquidi, che pesava per il 60% del totale delle attività del colosso bancario.<sup>5</sup>

## **2. Le opzioni di fondo per salvare il mercato finanziario**

*Nonostante la vastità dello sconvolgimento, apparso evidente già nell'estate del 2007, l'azione politica volta a contenere la crisi del sistema finanziario e dell'economia reale ha tardato ad entrare in campo.* Si è avuto un affanno della politica, tanto più vero se misurato dalla capacità di costruire un'azione coordinata a livello internazionale, indispensabile per l'interconnessione dei mercati e la dimensione nettamente transnazionale di tanti soggetti finanziari. E' passato praticamente un anno senza che venisse costruita una linea di difesa strutturata, né sul lato dell'intervento tampone sui mercati finanziari, né nel porre in campo una nuova e più efficace struttura di regolazione; questa avrebbe dovuto porre rimedio da un lato alla grande disarticolazione delle autorità di vigilanza, dall'altro all'assoluta carenza di intervento sul terreno più pericoloso, quello dei nuovi e "sostanziosi" strumenti finanziari.

In un primo tempo ha prevalso nettamente il ricorso alla politica monetaria, incaricata di assicurare una grande disponibilità di liquidità a costi contenuti. Si tratta di uno strumento importante, ma chiaramente limitato: la paralisi del sistema creditizio ha impedito alla liquidità di diffondersi; il timore di incappare in insolvenze ha portato le banche a tesaurizzare i nuovi mezzi liquidi.

Riguardo al resto, nella prima fase i Governi hanno ispirato i loro interventi al criterio del "*caso per caso e ognuno per sé*". Si è cercato di tamponare la situazione con interventi e salvataggi di singole istituzioni finanziarie, molto spesso arrivando *en catastrophe*, quando il mercato aveva già pesantemente colpito. Queste azioni però erano ben lontane dal ristabilire la calma e la fiducia, perché un caso si succedeva all'altro. La stessa decisione di garantire comunque i depositi bancari in questo o quel paese per rispondere al crescente nervosismo dei risparmiatori portava a spostare il problema da un'altra parte e a innescare violente polemiche tra Governi vicini e del tutto integrati (si ricordi le tensioni tra Gran Bretagna, Irlanda ed Islanda).

Gradualmente sono emersi approcci più generali ed organici, che, proprio per le loro caratteristiche di fondo, tendevano a sfociare in una dimensione multinazionale. Tra mille difficoltà e sospetti si è cominciato ad intravedere una possibilità di azione più condivisa e cooperativa tra i Governi.

Un primo approccio di questo tipo prevedeva la *ripulitura dal mercato dei titoli tossici*, cioè l'acquisto o la garanzia da parte pubblica delle attività in sofferenza detenute dagli intermediari e prive di un mercato liquido. Si pensava, dunque, ad un'azione di depurazione di tutte le istituzioni finanziarie. Si riteneva che tale azione potesse essere svolta in modo più spedito ed efficace, non affidandola direttamente al settore pubblico, ma ad una *bad bank*,<sup>6</sup> ovvero un'istituzione finanziaria

<sup>5</sup> Il Sole 24 Ore , 19 gennaio 2009,

<sup>6</sup> In inglese letteralmente banca cattiva, ma nel linguaggio commerciale i *bad debts* sono i crediti inesigibili.

creata apposta per acquistare e smaltire i titoli a rischio. Il piano di salvataggio del Ministro del Tesoro americano Paulson prevedeva l'impiego fino a 700 miliardi di dollari; l'idea iniziale era, infatti, quella di comprare dalle banche i titoli "tossici"; gli istituti, liberati dalla zavorra, avrebbero potuto ricominciare a fare credito e riportare a una situazione di normalità il mercato interbancario. Un tale approccio si prestava all'obiezione di quale entità poteva affrontare un compito simile, che avrebbe dovuto essere fatto a livello globale, considerata l'interconnessione dei mercati e delle banche.

Per il precipitare dei mercati finanziari l'intervento tuttavia, prese una strada completamente diversa adattandosi all'ispirazione inglese, di comprare non i titoli, ma di *ricapitalizzare direttamente le banche*. La tesi "Gordon Brown" ha prevalso, cambiando gli assetti del sistema bancario, passato in parte in mano pubblica (oltre a Stati Uniti e Regno Unito molti altri paesi hanno iniziato a percorrere questa strada).

L'intervento, assieme alle garanzie sui depositi, ha riportato un po' di ordine e respiro nei mercati finanziari. Alla lunga le speranze riposte nelle massicce iniezioni di capitale fresco nelle banche sono andate tuttavia in parte deluse; l'idea iniziale della *bad bank*, tanto criticata, è improvvisamente tornata al centro dell'attenzione. Questa sicuramente può aiutare le banche a ripulire i bilanci e quindi a ritrovare più rapidamente la strada per la normalità, ma molteplici sono i problemi. Non è ben chiaro cosa la *bad bank* debba comprare, essendo i titoli tossici una realtà molto complessa e non facilmente definibile; soprattutto non è affatto chiaro a **quanto** si debba comprare: il riferimento deve essere al prezzo attuale di mercato, nella maggior parte dei casi prossimo a zero per la domanda assolutamente inesistente, oppure si deve tenere conto di un qualche valore "intrinseco" dei titoli, valutando il potenziale valore in un mercato più stabilizzato?<sup>7</sup>

Il fatto è che *la valutazione dei titoli tossici è un autentico puzzle*, dato che la crisi odierna è diversa da quelle precedenti nelle quali il problema riguardava quantità definite e stimabili di titoli e qualità sufficientemente omogenee. Oggi le quantità di titoli in ballo sono enormemente superiori e la tipologia frammentata: è difficile valutare sia il volume esatto dei titoli a rischio che il loro valore. C'è poi l'obiezione "etica" di fondo: c'è il rischio pressante di un'operazione tutta in perdita per l'operatore pubblico. Al di là della necessità di salvare il mercato finanziario, perché il già bastonato *taxpayer* deve nuovamente metter mano al portafoglio facendo un favore agli azionisti delle banche e, soprattutto, al loro *management*? Ed è obiezione sensata, anche perché la collettività non ha niente da guadagnare da una gigantesca trasformazione di debito privato in debito pubblico, che potrà essere certo recuperato, ma non si sa come e in quali tempi.

In questa incertezza è evidente il pericolo di attribuire al pubblico compratore una enorme discrezionalità con effetti distorsivi sui necessari meccanismi di trasparenza dei salvataggi. Il primo impegno del nuovo ministro Geithner per il rafforzamento del piano è stato quello di garantire quella trasparenza che ancora manca e che sta suscitando non pochi e giustificati malumori.

### 3. Il coordinamento internazionale dell'azione dei Governi

A partire dallo scorso ottobre, l'azione dei governi dei maggiori paesi industriali volta a contrastare le crescenti difficoltà delle istituzioni finanziarie e la conseguente crisi di fiducia è divenuta più intensa e articolata; si sono moltiplicati gli sforzi di coordinamento internazionale. Il 3 ottobre 2008 il Congresso statunitense ha approvato il Troubled Assets Relief Program (TARP), che autorizza il Tesoro ad acquistare o garantire attività in sofferenza prive di un mercato liquido. Nei giorni successivi, anche a causa del continuo deterioramento delle condizioni finanziarie internazionali, si è affermata la convinzione che per riportare stabilità sui mercati e sostenere l'attività creditizia fosse necessaria un'azione più diretta e rapida, coordinata tra i principali paesi, per rafforzare la patrimonializzazione del sistema bancario e la capacità di raccolta di fondi sul mercato.

---

<sup>7</sup> Si veda in allegato l'intervento di Luigi Spaventa al riguardo.

Nel corso del vertice del G7 tenutosi a Washington il 10 ottobre 2008 sono state concordate le direttrici lungo le quali articolare le misure da adottare nei singoli paesi: fornire sostegno alle istituzioni finanziarie che rivestono rilevanza sistemica; assicurare la continuità dei flussi di finanziamento alle banche anche mediante la concessione di garanzie, ancorché temporanee, su un'ampia gamma di passività a breve e a medio termine; ampliare le garanzie in essere sui depositi bancari; rafforzare la posizione patrimoniale delle istituzioni in difficoltà, mediante piani organici di intervento pubblico nel capitale.

### *3.1 L'Unione Europea*

Immediatamente dopo il vertice, il 12 ottobre, i capi di Stato e di governo dei paesi dell'area dell'euro hanno concordato un piano d'azione comune finalizzato a: garantire appropriate condizioni di liquidità per le istituzioni finanziarie e facilitarne il finanziamento mediante garanzie pubbliche o strumenti assicurativi; fornire alle istituzioni finanziarie risorse patrimoniali aggiuntive, erogate dal settore pubblico a fronte di adeguati piani di ristrutturazione e di eventuali misure volte a tenere conto delle responsabilità degli azionisti e degli amministratori, favorendo nel contempo la raccolta di capitali privati; assicurare sufficiente flessibilità nell'applicazione delle regole contabili; migliorare la cooperazione tra i paesi europei, rafforzando le procedure esistenti per lo scambio di informazioni.

Ottobre 2008 - I ministri delle Finanze dei Ventisette hanno trovato un accordo per innalzare a 50.000 euro, rispetto agli attuali 20.000, il tetto minimo per le garanzie sui depositi bancari nell'Ue. Nel testo di compromesso finale si lascia comunque la possibilità ai paesi membri di applicare una soglia più elevata, "di 100.000 euro". Si prevede:

- un intervento per la ricapitalizzazione delle banche o per garantire loro il finanziamento (prestiti interbancari) da circa 1.700 miliardi di euro solo nell'eurozona;
- la massima flessibilità per gli aiuti di Stato alle banche soprattutto nei tempi di durata del sostegno pubblico (fino a due anni) sotto l'occhio vigile dell'Antitrust europeo senza scassare il mercato unico e mandare in soffitta la regole di concorrenza.

Il Consiglio europeo del 15 e 16 ottobre ha fatto proprio, estendendolo a tutti i paesi dell'Unione europea, il piano d'azione precedentemente adottato dai paesi dell'area dell'euro. Il 2 dicembre il Consiglio Ecofin ha quantificato in 1.800 miliardi di euro le misure già adottate sotto forma di garanzie pubbliche e in 280 miliardi i programmi di ricapitalizzazione.

L'8 dicembre - La Commissione europea ha pubblicato le linee guida cui dovranno attenersi le misure di ricapitalizzazione dei sistemi bancari al fine di garantire che il sostegno pubblico alle banche non determini vantaggi competitivi per gli intermediari beneficiari.<sup>8</sup> Nel caso delle banche "fondamentalmente sane" (che ricevono un sostegno temporaneo al fine di facilitare l'accesso al credito da parte di famiglie e imprese) la ricapitalizzazione dovrà avvenire mediante la sottoscrizione, da parte dell'operatore pubblico, di passività emesse dalle banche con un rendimento "congruo": la Commissione ha raccomandato tassi di rendimento compresi tra il 7 e il 9 per cento circa, a seconda delle caratteristiche degli strumenti emessi. Tassi di remunerazione anche più elevati sono peraltro ritenuti opportuni per incentivare un tempestivo disimpegno dell'investitore pubblico. Alle banche "in difficoltà" (quelle per le quali esistono rischi di insolvenza) dovrebbero invece, in linea di principio, essere applicate condizioni più penalizzanti; entro sei mesi dall'operazione di ricapitalizzazione dovrà essere presentato un piano di ristrutturazione o di liquidazione della banca.

---

<sup>8</sup> Si vedano in Appendice le stesse Linee guida

22 Febbraio 2009 – Il summit dei paesi europei del G20<sup>9</sup>, riunito a Berlino, approva una piattaforma comune da presentare al vertice del G20 il 2 aprile a Londra. La proposta europea chiede sanzioni contro i paradisi fiscali, prevede controlli e monitoraggi su hedge fund e su tutti i mercati finanziari, stabilisce nuovi “principi sui compensi” per evitare lo scandalo dei superbonus, propone di assegnare 500 mld di dollari al FMI per gestire la crisi. Riafferma inoltre l’impegno contro provvedimenti protezionistici.

23 Febbraio 2009 – L’ADNKRONOS International dà notizia di una bozza sulle nuove linee-guida in via di approvazione da parte della Commissione europea per gestire gli asset tossici e deteriorati. Secondo quanto scritto nella bozza la Commissione ritiene che il problema degli asset tossici<sup>10</sup> "non sia stato ancora risolto in modo soddisfacente e un inatteso approfondimento del rallentamento economico adesso minaccia un ulteriore e più esteso deterioramento della qualità del credito degli asset bancari".

La Commissione afferma che "un approccio corretto e coerente per la valutazione degli asset, inclusi quelli più complessi e meno liquidi, é di fondamentale importanza per prevenire distorsioni della concorrenza ed evitare la corsa ai sussidi da parte degli Stati membri". Questa valutazione degli asset deteriorati dovrebbe avvenire prima dell'intervento del governo". "Una volta che gli *asset* sono stati valutati nel modo appropriato e sono state identificate le perdite che porterebbero ad una situazione di insolvenza senza l'intervento dello stato, la banca dovrebbe essere messa in amministrazione controllata o liquidata, secondo la legge nazionale e comunitaria". In queste situazioni, prosegue Bruxelles, "per preservare la stabilità finanziaria e la fiducia, potrebbe essere appropriato prevedere delle garanzie o delle protezioni per i detentori di *bond*" ma "dove ciò appare sconsigliabile per questioni di stabilità finanziaria, la banca potrebbe beneficiare di aiuti sotto forma di garanzia o di acquisto di *asset* limitato allo stretto necessario per continuare ad operare per il periodo necessario a trovare un piano o per la ristrutturazione o per la liquidazione". Nella bozza si afferma infine che i Governi debbono valutare, ove necessario, la possibilità di nazionalizzare le banche colpite dalla crisi.

Nei casi in cui la valutazione degli *asset* tossici fosse particolarmente complessa si può valutare, secondo la bozza, in alternativa alle “*bad bank*”, la creazione di “*good bank*” dove collocare gli *asset* sani. La Commissione ammette, infine, la possibilità di restrizioni sulla politica di dividendi e dei tetti sulle remunerazioni.

#### **4. L’azione dei Governi: una cronaca ragionata**

##### **Tutti i governi stanno adottando misure per preservare la stabilità del sistema finanziario.**

L’obiettivo prioritario è quello di rafforzare il sistema bancario attraverso la garanzia ed anche la presenza diretta dello Stato. Ogni paese segue la propria strada, ma è possibile individuare alcuni aspetti comuni negli interventi. Essi puntano a rafforzare la capitalizzazione delle banche, comprendendo anche interventi diretti fino alla loro nazionalizzazione (Germania e Regno Unito),

---

<sup>9</sup> Il G20 è un organismo informale comprendente i Ministri economici e finanziari e i Governatori delle banche centrali di 19 paesi, sia industrializzati che emergenti, nonché l’Unione europea, rappresentata dalla Presidenza di turno del Consiglio europeo e dalla BCE. Partecipano alle riunioni anche i rappresentanti dell’FMI e della Banca mondiale. Il G20 comprende, oltre ai paesi del G7 (Usa, G.b., Germania, Francia, Italia, Canada, Giappone) Arabia Saudita, Argentina, Australia, Brasile, Cina, Corea del Sud, India, Indonesia, Messico, Russia, Sudafrica e Turchia.

<sup>10</sup> Secondo MF-Milano Finanza la stima dell’entità degli asset a rischio di tossicità delle banche europee inserita nella bozza di documento preparato dalla Commissione europea è pari a 18mila miliardi di euro

e a preservare ed aumentare la liquidità degli istituti bancari per impedire il credit crunch<sup>11</sup>. Quasi sempre gli interventi degli stati sono condizionati a misure più o meno stringenti relative alla remunerazione dei dirigenti (Francia, Germania, Regno Unito e USA) e alla distribuzione di dividendi (Germania, Regno Unito e USA). In alcuni casi gli interventi governativi sono stati condizionati ad un aumento degli impieghi verso il settore privato (Francia) o ad una partecipazione a progetti di sviluppo in cui siano coinvolte piccole imprese (Germania). Solo gli Stati Uniti, fino ad oggi, hanno previsto, con il piano Geithner (febbraio 2009) la costituzione di una istituzione con funzioni di *bad bank*; lo stesso piano prevede una compartecipazione dei capitali privati alle stesse con modalità non troppo chiare. La necessità di forzare sull'erogazione dei crediti all'Economia ha portato gli Stati Uniti a prevedere direttamente la garanzia della Federal Reserve per prestiti a studenti, per l'acquisto di auto, per le piccole imprese.

#### 4.1 Italia

Emergono così similitudini e differenze rispetto all'esperienza del nostro paese. In seguito alle decisioni prese in sede europea il Governo italiano è intervenuto sul sistema bancario una prima volta nell'ottobre dello scorso anno con i decreti legge 155/08 e 157/08 (quest'ultimo decaduto) e successivamente nello scorso novembre con il decreto legge 185/2008.

Con il primo decreto lo Stato rafforzava la garanzia a favore dei depositanti del sistema bancario italiano aggiungendo a quella già prevista a carico delle banche una garanzia statale. Il decreto autorizzava poi il ministero dell'Economia a compiere operazioni di scambio titoli e a sottoscrivere o garantire aumenti di capitale di banche in grave crisi di liquidità, dietro presentazione di un programma di stabilizzazione e rafforzamento dell'istituto valutato dalla Banca di Italia. In cambio, il governo avrebbe ricevuto azioni privilegiate. Questo secondo aspetto del decreto era stato criticato e non aveva incontrato il favore del mondo bancario perché per accedere determinava uno "stigma", una macchia, costringendo le banche a dichiararsi in grave crisi di liquidità; in una situazione di gravissima tensione le reazioni del mercato sarebbero state durissime, innescando un processo incontrollato. Un altro punto debole era l'incertezza esistente sui diritti di voto delle azioni privilegiate in mano governativa, quindi sul controllo delle banche..

L'art. 12 del decreto 185/08 disciplina la possibilità di sottoscrivere, su esplicita richiesta dell'istituto, strumenti finanziari emessi da banche italiane o da società capogruppo di gruppi bancari italiani quotati. Si specifica inoltre che gli strumenti devono essere privi dei diritti di voto e, sempre su richiesta dell'emittente, possono essere convertibili in azioni ordinarie, previo relativo aumento di capitale. Può essere anche prevista la possibilità che lo stesso emittente rimborsi o riscatti tali strumenti, sempreché l'operazione non pregiudichi la solvibilità dell'istituto. Con questo intervento si pone, quindi, a disposizione del sistema bancario una ulteriore, e più attraente, possibilità di ricorrere ad un aiuto pubblico. Questo deve essere in grado di rafforzare sotto il profilo patrimoniale le aziende di credito emittenti, dall'altro permettere di tenere aperto il rubinetto del credito all'economia.

---

<sup>11</sup> Il presidente della Bce, Jean-Claude Trichet, in un discorso al Cesr (Comitato di coordinamento fra le autorità di vigilanza sui mercati finanziari della Ue) del 23 febbraio 2009 ha affermato che «nelle ultime settimane sono emersi i primi segnali di un calo dell'offerta di credito». Il fenomeno, ha spiegato, «è dovuto in modo sostanziale a fattori legati alla domanda», ma anche a decisioni sul fronte dell'offerta. Il sistema finanziario, ha detto il banchiere centrale, sta compromettendo la ripresa dell'economia reale e, allo stesso tempo, la recessione sta aggiungendo pressioni sul sistema finanziario». «Una parte importante di questo calo è determinata dalla domanda: le imprese hanno rinviato gli investimenti», ma le difficoltà, ha detto Trichet, sono anche sul fronte dell'offerta. Stiamo assistendo «a un inasprimento delle condizioni associato al fenomeno del deleveraging» (la riduzione del ricorso alla leva finanziaria).

La modifica del regime italiano di conferimento di capitali agli istituti di credito, conosciuto come "**Tremonti bond**" ha ricevuto il via libera dalla Commissione Ue. Il 25 febbraio il Ministro dell'Economia ha firmato il decreto che dà il via libera alla sottoscrizione, da parte del Tesoro, di obbligazioni emesse dalle banche italiane. La dotazione non dovrebbe superare i 10/12 miliardi di euro nel complesso. Le obbligazioni non hanno una scadenza tassativa e, pertanto, potranno migliorare gli indici di patrimonializzazione, essendo considerate ai fini del *core tier one*. Come nel caso francese, vedi oltre, non vi sono espresse limitazioni alla distribuzione dei dividendi, ma le banche vengono indotte a limitarle per il costo crescente delle obbligazioni.

Le banche, infatti, pagheranno il tasso più elevato tra:

- una cedola annuale definita secondo due modalità diverse, compresa tra il 7,5 e l'8,5% per i primi quattro anni e successivamente crescente nel tempo (per una modalità dello 0,5% ogni 2 anni fino al 15% nel 2039);
- un tasso corrispondente al dividendo maggiorato di un coefficiente crescente nel tempo, dal 105% per il 2009 al 125% al 2018;
- dal 2011 un tasso corrispondente ai rendimenti delle nuove emissioni di BTP a 30 anni maggiorato di 300 punti base e dal 2013 di 350 punti base.

Vi sarà un osservatorio che verificherà l'andamento degli impieghi. Il Tesoro attraverso un protocollo richiede alle banche contropartite per ottenere la sottoscrizione:

- il contributo finanziario per rafforzare la dotazione del fondo di garanzia per le PMI;
- l'aumento delle risorse da mettere a disposizione per il credito alle piccole e medie imprese;
- la sospensione del pagamento della rata di mutuo per almeno 12 mesi per i lavoratori in cassa integrazione o percettori di sussidio di disoccupazione;
- la promozione di accordi per anticipare le risorse necessarie alle imprese per il pagamento della cassa integrazione;
- l'adozione di un codice etico, che vincoli le remunerazioni e gli stock option del management.

## 4.2 Francia

Il 13 ottobre il Governo francese ha presentato "Le plan français pour assurer le financement de l'économie et restaurer la confiance" comprendente misure volte a migliorare il rifinanziamento degli istituti bancari e a rinforzarne i capitali propri.

In primo luogo il piano si prefigge l'obiettivo di assicurare la continuità dei finanziamenti del sistema bancario alle imprese e ai privati attraverso una garanzia statale, a titolo oneroso, concessa sui titoli emessi da una **società a partecipazione pubblica** creata ad hoc, la *Société de refinancement des activités des établissements de crédit* – Sraec. La società avrà come oggetto quello di erogare prestiti, dietro presentazione di apposite garanzie, agli istituti in difficoltà. Il finanziamento della Sraec avverrà sotto forma di acquisto o sottoscrizione di titoli subordinati o azioni privilegiate (*billets à ordre* e *titres de créances*) emessi dagli istituti. In caso di fallimento dell'ente finanziato, la Sraec godrà di un diritto di privilegio nella soddisfazione del credito. Per partecipare al programma, gli *établissements de crédit* dovranno impegnarsi a porre in essere misure a sostegno dell'economia reale e al rispetto di regole etiche conformi all'interesse generale. I dirigenti della società, di nomina governativa, devono agire di concerto con il ministero dell'Economia. Un rappresentante statale partecipa alle riunioni dell'organo amministrativo ed è dotato di **diritto di veto** sulle decisioni riguardanti le scelte di finanziamento. I potenziali beneficiari sono tutti gli enti finanziari che siano in possesso di un patrimonio regolamentare minimo. La garanzia statale durerà massimo **cinque anni** e dovrà essere di ammontare non superiore a 320 miliardi di euro.

Con la seconda misura il governo francese ha dato facoltà a una società posseduta interamente dallo Stato (la Société de Prise de Participations de l'Etat) di sottoscrivere strumenti ibridi o azioni privilegiate di istituzioni finanziarie francesi, computabili nel capitale regolamentare, per un ammontare massimo complessivo pari a 40 miliardi di euro. Il 21 ottobre è stata effettuata la sottoscrizione di nuovo debito subordinato di sei importanti gruppi per 10,5 miliardi di euro complessivamente. Gli istituti interessati sono stati BnpParibas, Société Generale, Crédit Agricole, Caisse d'épargne, Banque Populaire e Crédit Mutuel (Le autorità francesi hanno assunto partecipazioni sottoscrivendo titoli di debito con remunerazione dell'8%. L'intervento potrà arrivare fino a 21 miliardi di euro, ma Parigi ha annunciato che si limiterà «in un primo tempo» a 10,5 miliardi). L'intervento è condizionato ad alcune contropartite espressamente richieste. Le banche dovranno impegnarsi a definire misure sulle remunerazione dei vertici e degli operatori di mercato, «trader» compresi e a rispettare regole etiche che comportano «restrizioni alle remunerazioni dei dirigenti». Dovranno essere limitate anche le indennità di buonuscita dei dirigenti mandatarî e proibite quelle in caso di fallimento dell'impresa o di errori del dirigente in questione o di dimissioni volontarie. Il Governo ha ottenuto che gli impieghi verso il settore privato sarebbero cresciuti tra il 3 ed il 4% nel 2009. Quest'ultimo impegno viene monitorato attraverso un Osservatorio del Credito. Non vi erano vincoli, invece, sulla distribuzione di dividendi e sulla remunerazione degli amministratori.

Lo Stato francese si è inoltre impegnato a offrire una garanzia sui finanziamenti concessi alle società del gruppo Dexia; la garanzia offerta, come da accordi con i governi belga e lussemburghese, è limitata al 36,5 per cento dell'ammontare concedibile (pari a 55 miliardi di euro).

A febbraio 2009 sono state erogate risorse per un'ulteriore aumento di capitale fino a 10,5 miliardi di € con l'obiettivo di rafforzare di 50 punti base il rapporto "tier one"<sup>12</sup> per ogni istituto coinvolto; le banche possono a loro scelta emettere da qui ad agosto 2009 due strumenti diversi:

- titoli super subordinati (TSS) obbligazioni perpetue con una remunerazione fissata e che in caso di liquidazione sarebbero rimborsate dopo gli altri creditori (obbligazioni subordinate), già previsti nella prima *tranche*;
- azioni privilegiate senza diritto di voto, riscattabili da parte delle banche emittenti.

Quest'ultimo strumento è valutabile nel *core tier one* delle banche ed avrà una remunerazione superiore a quella dei titoli super – subordinati, non deducibile fiscalmente dalle banche. La remunerazione non potrà essere maggiore di due volte quella dei TSS e sarà crescente nel tempo; viene fissata al livello più elevato tra due tassi:

- il tasso per i TSS aumentato di 25 punti base per ogni anno a partire dal secondo;
- un tasso corrispondente al dividendo versato per azione maggiorato di un coefficiente crescente ed uguale al 105% nel 2010 fino al 125% nel 2018, entro due volte il tasso per i TSS.

Le banche si sono impegnate a:

- stipulare una convenzione con lo Stato per il finanziamento di 7 mld € di contratti per l'esportazione;
- mettere in opera entro maggio 2009 degli impegni di carattere etico previsto dal protocollo tra il Ministero dell'Economia e l'Associazione delle imprese.

---

<sup>12</sup> Il rapporto Tier one è il rapporto fra il capitale di primo livello ( quello di cui la banca può disporre senza vincoli esterni di qualsiasi tipo e che quantifica sostanzialmente la liquidità della banca) e il totale delle attività ponderate in base al rischio

Il management delle stesse banche ha deciso di rinunciare alla parte variabile della remunerazione per il 2008.

Sempre in tema di remunerazione il governo ha deciso che i bonus per i dipendenti delle banche di investimento, per i broker e i gestori dei fondi saranno pagati solo dopo alcuni anni e collegati alla profittabilità di lungo periodo dell'impresa, piuttosto che all'attività a breve. Ciò deve evitare l'assunzione di rischi eccessivi sui mercati finanziari. Le nuove regole sulla parte variabile della remunerazione saranno obbligatorie e verranno applicate all'inizio del 2010 per i bonus riferiti al 2009. Le regole interesseranno in particolare le banche che vogliono accedere al fondo di 360 mld di € Sarkozy si è detto più preoccupato del collegamento tra i bonus e l'esposizione al rischio delle banche che per il livello degli stessi bonus.

### 4.3 Germania

In Germania il 13 ottobre il governo federale ha istituito un fondo speciale per un ammontare fino a 100 miliardi di euro che potrà effettuare operazioni di ricapitalizzazione di istituzioni finanziarie e, laddove necessario, acquistare attività problematiche o garantirle sino a scadenza, fino a un massimo di 80 miliardi di euro; i rimanenti 20 miliardi verranno utilizzati per offrire garanzie su strumenti finanziari di nuova emissione per un ammontare complessivo fino a 400 miliardi di euro. Hanno sinora fatto ricorso al fondo, fra le altre, due banche tedesche di rilevanti dimensioni: Commerzbank ha ricevuto nuovo capitale, in due occasioni, per complessivi 18,2 miliardi di euro e una garanzia su nuove passività per 15 miliardi; il gruppo Hypo Real Estate ha ricevuto garanzie su passività per complessivi 65 miliardi di euro, di cui 45 a valere sul fondo speciale.

E' stato istituito un **fondo** per la stabilizzazione dei mercati la cui dotazione patrimoniale complessiva sarà di circa **500 miliardi** di euro. Di questi, 100 saranno finanziati con l'emissione di titoli del debito pubblico. Quattrocento miliardi dovranno servire a ristabilire la fiducia sul mercato dei prestiti interbancari e verranno concessi, per garantire alcuni titoli, dietro commissione.

L'intervento governativo si muove quindi su tre linee direttive:

- ricapitalizzazione diretta di banche e compagnie assicurative;
- garanzia sui titoli di nuova emissione di breve-medio termine;
- acquisto temporaneo di alcuni *asset*.

Gli interventi del primo tipo, che non potranno superare gli 80 miliardi, avverranno tramite la sottoscrizione da parte dello Stato di azioni privilegiate. A questa si accompagneranno stringenti condizioni che riguardano:

- l'imposizione di un **tetto** massimo agli stipendi dei manager,
- la sospensione nella distribuzione dei dividendi, che saranno destinati allo Stato,
- la partecipazione a progetti di sviluppo in cui siano coinvolte piccole imprese.

I beneficiari dovranno mantenere adeguati livelli di solvibilità nel corso della ricapitalizzazione e presentare un **piano di ristrutturazione** entro sei mesi. Nel caso di garanzia sui titoli, nel rispetto delle regole sulla concorrenza, gli enti non dovranno utilizzarla a fini pubblicitari. L'ultima ipotesi prevede l'obbligo di ri-acquisto degli *asset* da parte degli emittenti entro trentasei mesi allo stesso prezzo di vendita, così da eliminare una eventuale assunzione di rischio in capo al governo, e la corresponsione a quest'ultimo di un premio minimo. Per l'acquisto di *bad asset* potranno essere destinati complessivamente non più di 5 miliardi. Inoltre l'istituto che decidesse di aderire al fondo deve presentare il proprio *business plan* così che lo Stato possa valutare il livello di rischio delle attività intraprese.

### *Nazionalizzazioni*

Gennaio 2009 - **Commerzbank**, la seconda banca tedesca, ha annunciato che riceverà dallo stato tedesco un'iniezione di capitale da 8,2 miliardi di euro oltre a una garanzia sui nuovi debiti fino a 15 miliardi di euro. Con questo intervento lo Stato acquisisce azioni pari al 25% del capitale. La banca, che ha presentato i conti trimestrali, ha registrato una perdita netta di 285 milioni di euro. La crisi finanziaria ha pesato sulle sue operazioni di mercato per circa 1,1 miliardi di euro. Il gruppo diviene quindi la prima banca privata che si appella al governo tedesco per far fronte al crollo dei mercati. Per contro, Commerzbank non dovrà distribuire dividendi per il 2009 e 2010, i dirigenti vedranno le loro retribuzioni bloccate e la banca non verserà premi per il 2008 e 2009.

Febbraio 2009 – Il consiglio dei ministri ha approvato un progetto di legge che permette al Governo di nazionalizzare gli istituti di credito in maggiore difficoltà. La norma rimarrà in vigore fino al 30 giugno 2009. Il progetto è stato varato appositamente per Hypo Real Estate. La banca bavarese ha già ricevuto aiuti nell'ultimo anno e mezzo rivelatisi tuttavia insufficienti. Hypo Real Estate è la seconda banca tedesca nel campo dei Pfandbriefe, obbligazioni che hanno come retrostante un mutuo ipotecario, molto utilizzati nei finanziamenti dei progetti immobiliari in Germania. Se dovesse fallire, tutto il settore rischierebbe di crollare. Il titolo di Hypo Real Estate ha perso circa il 90% del suo valore in sei mesi. Il progetto rappresenta un cambiamento evidente per la politica tedesca, che tendenzialmente preferisce non intervenire troppo nell'economia; la parziale nazionalizzazione di Commerzbank è avvenuta attraverso una ricapitalizzazione e non con un'acquisizione come nel caso Hypo Real Estate.

Vi è in Germania in discussione l'ipotesi di affiancare agli istituti di credito veicoli finanziari in cui parcheggiare "titoli tossici". L'obiettivo è di alleviare i bilanci societari, responsabilizzando le banche senza pesare ulteriormente sulle casse dello Stato. L'eventuale *bad bank* infatti potrebbe ricevere garanzie statali, ma solo dal fondo da 500 miliardi di euro creato in ottobre.

### *4.4 Regno Unito*

Febbraio 2008 Nazionalizzazione della Northern Rock, quinto istituto di credito nazionale.

Ottobre 2008 Il governo ha varato un vasto piano di intervento nel settore bancario. Per iniettare sufficiente liquidità nel breve termine, la Bank of England si potrà avvalere di ogni misura utile. Porterà a 200 miliardi di sterline la somma disponibile per lo scambio di titoli detenuti dalle banche contro titoli di Stato, estenderà la gamma di titoli accettabili come *collateral* nella aste di liquidità che avverranno con maggior frequenza. Introdurrà anche un regime permanente di sostegno alla liquidità.

Per mantenere fondi sufficienti a soddisfare i prestiti di medio periodo, il Tesoro garantirà alcuni tipi di titoli, come certificati di deposito, *commercial paper*, *senior unsecured bonds*, emessi dalle banche dall'entrata in vigore dello schema e la cui scadenza sia fissata in tre anni. Questi strumenti potranno a loro volta essere utilizzati come *collateral*. La garanzia dello Stato terminerà il 13 aprile del 2012 e sarà di ammontare totale pari a 250 miliardi di sterline. All'interno di un gruppo può beneficiare del piano una sola società, generalmente quella che svolge attività di raccolta depositi.

Da ultimo, al fine di dotare le banche di nuovo capitale il governo si è impegnato ad acquistare, attraverso un fondo istituito appositamente, partecipazioni ordinarie o privilegiate in banche e *building societies* per un minimo di 50 miliardi di sterline. Sono stati individuati otto istituti ammessi a partecipare: *Abbey*, *Barclays*, *Hbos*, *Hsbc Bank plc*, *Lloyds Tsb*, *Nationwide Building*

*Society, Royal Bank of Scotland, Standard Chartered*. A loro sono stati riservati in misura esclusiva altri 25 miliardi di sterline. Il governo ha già sottoscritto nuove azioni ordinarie e privilegiate della Royal Bank of Scotland per 20 miliardi di sterline, acquisendone così la maggioranza (circa il 60%), e pianificato un intervento di 17 miliardi nel capitale della banca risultante dalla fusione di HBOS e Lloyd TSB. Le banche che hanno accettato l'ingresso dello Stato oltre a non distribuire dividendo si impegnano per ripagare gli interessi sulle azioni privilegiate a regole stringenti di *corporate governance*, con la cancellazione dei dividendi agli azionisti e nessun bonus in contanti.

2009 gennaio - **Nuovo piano di sostegno per le banche**. "L'intervento di ottobre era mirato a ricapitalizzare le banche, quello di oggi serve a far ripartire il credito, - ha detto Brown in una conferenza stampa congiunta con il cancelliere dello Scacchiere Darling. Ci saranno obblighi ben precisi per le banche, che dovranno sottoscrivere accordi vincolanti: Brown ha parlato della sua "rabbia" per le "decisioni irresponsabili" prese dalle banche in passato ed ha insistito sulla necessità di una più rigida regolamentazione del settore concordata a livello internazionale.

Il precipitare della nuova crisi vede protagonista la Royal Bank of Scotland (Rbs), che ha annunciato le peggiori perdite mai registrate da una società britannica: 28 miliardi di sterline, 8 miliardi di perdite prima degli oneri straordinari e il resto perdite legate all'acquisizione della banca olandese Abn Amro. Il Governo ha convertito le sue azioni preferenziali della banca in azioni ordinarie per ridurre l'onere degli interessi annuali, aumentando così la sua quota di Rbs dal 58 al 70 per cento.

Il nuovo piano di sostegno delle banche è articolato in tre interventi.

- Il primo è l'assicurazione degli asset a rischio: le banche devono individuare gli asset "tossici" che il Governo assicura in cambio di una commissione.
- Il secondo è l'ampliamento del sistema di garanzie al credito da 250 miliardi di sterline annunciato in ottobre, che è stato esteso fino alla fine dell'anno.
- Il terzo, un piano innovativo che secondo molti analisti verrà "imitato" da altri Governi, è una garanzia per le asset-backed securities, compresi mutui, debiti societari e personali, per far ripartire i mercati del wholesale funding.

Un ruolo di rilievo è assegnato alla Banca d'Inghilterra, che immetterà più liquidità sul mercato, ampliando da 30 giorni a un anno la sua Discount Window in cambio di una commissione aggiuntiva di 25 punti base. La Banca d'Inghilterra avrà inoltre un fondo da 50 miliardi di sterline, garantito dal Tesoro, per acquistare asset e aumentare la massa monetaria.

#### **4.5 Spagna**

2008 ottobre - Il governo spagnolo ha annunciato l'adozione di due misure:

- la creazione di un fondo, con una dotazione iniziale di 30 miliardi di euro (aumentabile a 50), che potrà acquistare titoli con rating sufficientemente alto da istituzioni finanziarie operanti in Spagna;
- l'innalzamento del limite minimo di copertura della garanzia sui depositi bancari da 20 mila a 100 mila euro.

Il 13 ottobre ha inoltre istituito una garanzia per nuove emissioni di titoli di debito senior da parte degli istituti di credito fino a un tetto iniziale, per il 2009, pari a 100 miliardi di euro; la garanzia potrebbe essere estesa anche ai depositi interbancari, ma solo nel quadro di un'eventuale iniziativa coordinata nell'ambito dell'area dell'euro.

Il piano spagnolo, che non prevede partecipazioni azionarie come quello italiano o britannico, somiglia per certi versi all'originario Piano Paulson, che punta a rastrellare azioni illiquide ma, a differenza del piano statunitense, il governo spagnolo non intende acquistare attività tossiche, preferendo invece rivolgersi verso attività sane con rating a tripla A.

#### 4.6 Irlanda<sup>13</sup>

Dopo l'annuncio della garanzia su tutti i depositi (*retail, corporate*, istituzionali, e interbancari), di sei istituti di credito, *Allied Irish Bank, Bank of Ireland, Anglo Irish Bank, Irish Life and Permanent, Irish Nationwide Building Society* e *the Educational Building Society*, il governo irlandese ha stabilito che tutti gli enti creditizi aventi rilievo sistemico, incluse le filiali e le controllate di istituti esteri, possono richiedere assistenza finanziaria al governo nella forma di garanzia su tutte le passività dell'istituto, a esclusione dei prestiti intragruppo e dei debiti contratti con la Bce nell'ambito delle operazioni monetarie dell'Eurosistema.

Potranno essere anche concessi prestiti, scambio di *asset* e ogni tipo di supporto, incluso l'acquisto di azioni o altri titoli dell'ente, che lo Stato riterrà opportuno. I titoli garantiti dovranno essere quelli esistenti alla data del 30 settembre 2008 e la garanzia avrà durata massima di due anni. Gli istituti beneficiari dovranno pagare trimestralmente una commissione allo Stato e dovranno indennizzarlo per ogni pagamento o costo sostenuto in relazione all'assunzione di garanzia. Inoltre, dovranno presentare il proprio *commercial plan* così che l'Autorità di vigilanza possa da un lato valutare il grado di rischio assunto e dall'altro che non vi sia un'eccessiva e anticompetitiva crescita causata dalla garanzia. Dovranno inoltre sottostare a precisi target per il rapporto prestiti/depositi, ricorso al mercato/passività totali, crescita dei depositi e *loan-to-value* sui nuovi prestiti, nonché sulla remunerazione degli amministratori, fissati dalla stessa Autorità di concerto con il ministero.

#### 4.7 Olanda<sup>14</sup>

La linea di intervento del governo olandese è stata orientata a consentire a famiglie e imprese l'accesso ai canali di finanziamento bancari. L'obiettivo primario è dunque quello di permettere alle banche "sane" di disporre di liquidità. E per questo, gli istituti di credito che soddisfano adeguati requisiti patrimoniali e che svolgono una significativa attività sul territorio potranno avere accesso a speciali fondi stanziati dal governo. I fondi verranno utilizzati per garantire gli strumenti di debito di nuova emissione, per iniettare capitale nelle banche tramite acquisto di azioni privilegiate, ovvero tramite la concessione di speciali finanziamenti dietro prestazione di adeguate garanzie. La somma stanziata finora è di 20 miliardi di euro. La contropartita prevista, oltre al pagamento di una commissione a prezzi di mercato, è che gli enti beneficiari non potranno utilizzare a scopo pubblicitario il credito concesso e non potranno espandersi oltre un certo limite. L'Olanda è già intervenuta con iniezioni di capitale a sostegno del gruppo Ing, in cambio di particolari categorie di azioni che permettono al governo di nominare un rappresentante nell'organo di controllo: avrà diritto di veto sulle operazioni che riguardano aumenti o riduzioni di capitale, acquisizioni e investimenti oltre una certa soglia e remunerazione dirigenti.

---

<sup>13</sup> Tratto da [www.la voce.info](http://www.la voce.info)

<sup>14</sup> Tratto da [www.la voce.info](http://www.la voce.info)

#### 4.8 Stati Uniti

Le risorse approntate alla fine del 2008 per il salvataggio del sistema finanziario americano, nonostante le loro dimensioni, si sono dimostrate del tutto insufficienti. L'amministrazione Obama ha, dunque, dovuto porre tra le sue priorità un ulteriore, ben più massiccio intervento.

Come già detto, il 3 ottobre 2008 il Congresso aveva approvato un vasto piano, Piano Paulson, di sostegno al sistema finanziario (Troubled Assets Relief Program) , oggi denominato TARP1, che prevedeva originariamente l'acquisto o la garanzia da parte del Tesoro dei toxic assets, attività in sofferenza detenute dagli intermediari e prive di un mercato liquido. Si trattava di operazioni finanziate attraverso l'emissione di titoli pubblici per un ammontare fino a 350 miliardi di dollari, successivamente aumentabile sino a 700 miliardi con una nuova autorizzazione del Congresso. Per il precipitare dei mercati finanziari l'intervento è diventato ben più diretto; il 14 ottobre il Tesoro ha annunciato che avrebbe effettuato interventi di ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie, per un ammontare complessivo di 250 miliardi di dollari, contro l'emissione di azioni privilegiate in larga parte destinati alle nove principali banche del paese. Nel contempo si è avuto attraverso la Federal Deposit Insurance Corporation l'ampliamento delle assicurazioni sui depositi bancari, senza limiti di importo ad altre tipologie di debito emesso dalle banche; si valuta uno stanziamento potenziale di 2.900 miliardi di \$, di cui effettivamente impiegati finora circa 520 mld. Successivamente si è avuto l'intervento per il salvataggio della Citigroup.

Il 10 febbraio 2009 il nuovo Segretario di Stato Tim Geithner ha annunciato il secondo Piano TARP per sostenere il sistema finanziario, che dovrebbe raggiungere un valore complessivo di 2.000 miliardi di \$. Esso è articolato su quattro punti:

- Un rafforzamento del capitale delle banche con iniezione di capitali pubblici a fronte di maggiori obblighi di trasparenza sull'uso dei loro fondi. Verrebbe introdotto uno stress test, un programma di esami dei conti molto rigoroso per capire se la banca che riceverà gli aiuti è solida abbastanza per tornare a concedere prestiti. Si stabilisce un tetto di 500 mila \$ per il compenso annuo ed i benefit dei manager e limiti precisi alla distribuzione di dividendi e alle acquisizioni di altre imprese;
- Un ruolo più incisivo della FED, la Federal Reserve, per dare respiro ad alcune categorie di prestiti al consumo ( per studenti, per le auto, per le carte di credito) incluso in un programma TALF (Term Asset-Backed Security Loan Facility), finanziato attraverso un fondo da 100 miliardi di \$ su cui la FED potrà fare leva fino a mille miliardi. Si tratta di finanziamenti e garanzie per gli investitori che comprano titoli legati a prestiti a studenti, per l'auto, per le piccole imprese. Si cerca, così, di bypassare il sistema bancario, bloccato dal credit crunch, e consentire un più vasto finanziamento all'economia ;
- La ristrutturazione dei mutui immobiliari per aiutare i proprietari di casa in difficoltà per un ammontare di 50 miliardi di \$ riducendo le rate per i redditi medi e bassi;
- La costituzione di una *bad bank* per l'acquisto di titoli tossici attraverso capitali pubblici per 500 miliardi di \$, successivamente aumentabili, e capitali privati, non sufficientemente identificati.

Il piano è stato mirato a responsabilizzare in modo più stretto il sistema bancario americano rispetto all'utilizzo delle risorse pubbliche. Vi è, infatti, una larga insoddisfazione nell'opinione pubblica sul comportamento del management delle banche prima e dopo l'esplosione della crisi. La necessità di salvare la finanza per evitare rischi sistemici pone praticamente chi lo deve salvare, quindi l'attore pubblico ed i contribuenti, in una condizione di debolezza. Il nuovo Segretario di Stato ha posto alcune condizioni. Molti ritengono, perciò, che il Piano Geithner non sia stato gradito dalla *lobby* bancaria americana. D'altra parte il Piano non è sembrato sufficientemente dettagliato su alcuni

punti critici quali: la valutazione del prezzo di acquisto dei titoli tossici, i modi per reperire capitale privato per la *bad bank*, i termini per la ristrutturazione dei mutui dei proprietari insolventi. Questo ha determinato nello stesso giorno di presentazione la risposta negativa dei mercati con una perdita a Wall Street del 5% ed un crollo dei titoli bancari del 14% .

Il 23 febbraio, con Wall Street scivolata ai minimi dal 1997, il Governo americano e la Fed in un comunicato congiunto affermano di essere pronte ad assicurare che le banche siano in grado di svolgere l'essenziale funzione di fornire credito a famiglie e aziende. Il Governo americano si è dichiarato, inoltre, disposto al controllo di una quota tra il 25 e il 40% di Citigroup grazie alla conversione in azioni ordinarie di una parte dei titoli privilegiati ottenuti in seguito alle precedenti iniezioni di capitale pubblico.

### **Spaventa sulla Bad bank** (La voce.info 3.2.09)

*Sovente le opinioni degli esperti sono volatili quasi quanto i mercati. Nel recente passato molti di essi negarono con apodittica veemenza che una **ripulitura dei bilanci** delle istituzioni finanziarie dalle obbligazioni strutturate svalutate e ormai del tutto illiquide fosse condizione necessaria e preliminare, anche se non sufficiente, per arrestare l'avvitamento della crisi finanziaria in una spirale viziosa. Scartando quella soluzione, opponevano che la sola via maestra era una **ricapitalizzazione** delle banche: a opera della mano pubblica, dopo le scottature subite dalla mano privata fra la fine del 2007 e il 2008. Dovendosi ora ammettere che le pur abbondanti ricapitalizzazioni non hanno sortito l'effetto sperato, gli stessi che deprecarono qualsiasi intervento sugli attivi degli istituti, e soprattutto il piano di Paulson nella sua versione originaria (mai attuata), sembrano accogliere di buon grado le proposte di istituzione di bad banks. Eppure, a ben vedere, si tratta della stessa cosa, ma in condizioni più difficili perché si è perso tempo prezioso.*

### **Affinché abbia successo, la ricapitalizzazione delle banche richiede un previo intervento sul loro attivo.**

*In una situazione di crisi finanziaria, il circolo vizioso fra liquidità di mercato e liquidità di provvista finanziaria provoca un declino protratto della valutazione dei titoli all'attivo delle banche e soprattutto di quelli rappresentativi del credito: manca o svanisce un mercato, le poche transazioni bilaterali avvengono a prezzi stracciati, gli indici di riferimento (come ABX) impiegati per il fair value vanno in caduta libera. Sino a che l'attivo continua a svalutarsi, il capitale che era sufficiente al tempo  $t$  non lo è più al tempo  $t+k$ , come si è ben visto nelle esperienze che si sono succedute sin dalla fine del 2007. Un computo affidabile del fabbisogno di capitale è possibile solo se il prezzo delle obbligazioni trova un **limite inferiore** ragionevolmente certo. Un intervento di acquisto dei titoli illiquidi servirebbe a definire quel limite per la parte dell'attivo altrimenti esposta solo a un downside. Prima si definiscono questi valori, minore è il fabbisogno di capitale necessario a risanare le banche.*

### **Se abbia senso ritenere che il valore "di mercato" non rifletta un valore "intrinseco" dei titoli o se con l'acquisto si faccia solo un regalo alle banche.**

*Una risposta la hanno già data i tanti, accademici e funzionari, che hanno chiesto una sospensione della valutazione con i criteri del fair value (IAS 39) in situazione di mercati illiquidi o inesistenti: riconoscendo con ciò che in una situazione siffatta gli indici di mercato si allontanano in modo sostanziale dai "fondamentali". Lo stesso risultato si ottiene con maggiore precisione dal confronto analitico del valore dei flussi di cassa scontati di alcune classi di obbligazioni creditizie, calcolati in base alle probabilità di insolvenza, con i prezzi "di mercato", il primo sempre essendo maggiore dei secondi.*

### **Se e come sia tecnicamente possibile sostituire le obbligazioni illiquide con altre attività.**

*Sono problemi complicati, che tuttavia lo divengono ancora di più quando, con il passare del tempo, si aggrava la situazione di illiquidità. Il Troubled Assets Relief Program proposto dal segretario al Tesoro Paulson agli inizi di ottobre prevedeva una "**asta inversa**" (reverse auction) per i titoli posseduti dalle banche: i dettagli non furono mai elaborati, perché, sepolto dalle critiche dei ricapitalizzatori, Paulson alzò quasi subito bandiera bianca e dedicò i fondi stanziati a interventi diretti di salvataggio. Si noti peraltro che i critici del Tarp non battevano ciglio mentre le banche centrali, e soprattutto la Fed, accettavano le obbligazioni illiquide in garanzia per operazioni di rifinanziamento, anche a termine non breve e sempre rinnovate: con ciò assumendone il rischio e risolvendo evidentemente un problema di valutazione; ma senza ottenere il beneficio di interrompere la spirale al ribasso, poiché i titoli rimanevano sui bilanci*

*delle banche. E comunque con la bad bank si fa, in ritardo, la stessa cosa dovendo affrontare gli stessi problemi. Ogni tanto si ha l'impressione che la bad bank venga ritenuta un espediente magico: via i toxic asset dai bilanci delle banche per conferirli in una discarica e tutti vivranno felici e contenti. Ma non è così semplice. A quale prezzo si valutano i titoli da trasferire alla banca "cattiva"? Non a zero, evidentemente, perché questo lo si potrebbe fare già oggi operando una gigantesca svalutazione, e una pari ricapitalizzazione, senza alcun trasferimento di attività. Il prezzo da pagare alla banca deve dunque essere positivo, tenendo presente che dal suo livello, in relazione ai valori di bilancio, dipende la determinazione del fabbisogno di capitale. Si ripropongono dunque, in ritardo e perciò più difficili, gli **stessi problemi** che si ponevano con il Tarp o con schemi simili: determinazione di una valutazione significativa dei titoli illiquidi; individuazione del soggetto acquirente; provvista dei fondi disponibili per l'acquisto.*

**Unione Europea, dicembre 2008**

**Nuove linee-guida sulla ricapitalizzazione delle banche** per assicurare i prestiti alle imprese e alle famiglie e stabilizzare i mercati, evitando distorsioni della concorrenza (Sole24ore 9.12.08).

*Il percorso tracciato da Bruxelles «tiene conto del fatto che il credit crunch comincia ad avere effetti sull'economia reale».*

*Per cominciare, il prezzo per le banche dell'iniezione di capitale pubblico negli istituti fondamentalmente sani deve fondarsi «sui tassi base fissati dalle banche centrali al quale deve essere aggiunto un premio di rischio che rifletta il profilo di rischio di ogni banca che ne beneficia».*

*Gli altri principi sulla base dei quali la Commissione Ue valuterà i piani di ricapitalizzazione riguardano il mantenimento di un «terreno di gioco equo» e il prezzo per l'iniezione di capitale pubblico relativamente alla diversità di condizioni in cui si trovano le banche. Il sostegno dello Stato «non deve risultare in vantaggi artificiali per la posizione competitiva delle banche che ne godono rispetto alle banche che non lo ricevono in altri Stati membri».*

*Va fatta una distinzione tra le banche che sono «fondamentalmente in equilibrio» e ricevono un sostegno temporaneo per rafforzare la stabilità dei mercati finanziari, aumentare l'accesso al credito per cittadini e imprese, e banche «sotto stress il cui modello di business ha provocato un rischio di insolvenza». Il sostegno dello Stato per queste ultime «implica un rischio più grande di distorsione della concorrenza per cui le salvaguardie devono essere più strette e una ristrutturazione è necessaria».*

*Per le banche sane, invece, la Commissione indica che il prezzo dell'iniezione di capitale pubblico deve fondarsi sul tasso base fissato dalle banche centrali corretto al rialzo per compensare il profilo di rischio della banca in questione, «riflettere il tipo di capitale utilizzato e il livello delle salvaguardie che accompagnano la ricapitalizzazione per evitare abusi nel finanziamento pubblico». «Le banche più rischiose pagheranno un tasso di remunerazione più elevato».*

*Il meccanismo di prezzo «necessità un incentivo sufficiente a mantenere la durata del coinvolgimento dello stato al minimo per esempio attraverso un tasso di remunerazione che aumenta nel tempo». Le banche che si trovano in condizioni di stress e fronteggiano un rischio di insolvenza devono in via di principio «pagare di più per il sostegno dello stato e osservare salvaguardie strette». Il ricorso al capitale pubblico può essere accettato «solo a condizione che una ristrutturazione di ampia portata ne restauri la gestibilità a lungo termine incluso là dove appropriato un cambiamento del management e nella governance interna».*

*Gli Stati hanno anche la possibilità di creare schemi di ricapitalizzazione aperti a tutte le banche se il tasso di remunerazione è fissato a un livello predeterminato che assicuri un appropriato ritorno.*

*La Commissione monitorerà le misure di ricapitalizzazione prese nei vari Stati: sei mesi dopo che una misura su una banca o dopo l'introduzione di uno schema di ricapitalizzazione, lo stato in questione farà un rapporto a Bruxelles sul modo in cui il capitale pubblico è stato utilizzato, rapporto che dovrà includere una «strategia di uscita» (della mano pubblica) per le banche «fondamentalmente sane» e un piano di ristrutturazione per le banche sotto stress.*