

L'importanza dell'equilibrio Ovvero un'analisi dei nodi irrisolti nella gerarchizzazione degli obiettivi del *bail-in*

di Samuele Crosetti

21 dicembre 2018

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. Gli obiettivi del salvataggio interno e la loro classificazione – 3. Questione di priorità: il difficile coordinamento fra stabilità finanziaria, lotta all'azzardo morale e salvaguardia delle finanze pubbliche – 3.a. Il salvataggio interno fa salva la fiscalità generale? – 3.b. Solo il bail-in è in grado di limitare l'azzardo morale? – 4. Non perdere l'equilibrio: considerazioni conclusive.

1. Introduzione

Del salvataggio interno, o *bail-in*, secondo la sua anche più nota dicitura anglossassone, molto si è discusso, soprattutto per quanto attiene ai profili di tutela del risparmiatore¹. Sono state avanzate considerazioni, anche piuttosto critiche², sul piano dei suoi effetti economici. Quello che invece è in parte mancato, è una riflessione a più ampio raggio sulle finalità che o strumento si prefigge di raggiungere.

Discutere dell'efficacia di uno strumento significa capire se esso riesca a conseguire il risultato cui tende nelle intenzioni di chi lo ha predisposto. Un'analisi di questo tipo deve quindi necessariamente ripartire dagli obiettivi, che nel nostro caso fortunatamente in buona parte fissati a livello normativo. Di qui dunque vogliamo muoverci: da una ricognizione degli obiettivi del salvataggio interno. Questa operazione servirà quindi a porre in luce come ancor prima di passare alla concreta applicazione dello strumento, esistano dei problemi inerenti alla formulazione, che schiudono margini, ancorché non di palese incoerenza, quantomeno di irrisolta frizione.

2. Gli obiettivi del salvataggio interno e la loro classificazione

¹ Vd. Gardella A., 2015, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in «Banca, Borsa e Titoli di Credito», p. 597 e ss.; Guizzi G., 2015, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in «Corriere Giuridico», pp. 1485 ss.; Rossano D., 2015, *Nuove strategie per la gestione delle crisi bancarie: il bail-in e la sua concreta applicazione*, in «Rivista Trimestrale Diritto dell'Economia» pp. 269 e ss.; Carriero G.L., 2016, *Crisi bancarie, tutela del risparmio, rischio sistemico*, in «Analisi Giuridica dell'Economia», Vol. 15, n. 2, pp. 369 - 386; *contra* Inzitari B., 2016, *BRRD, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (D. Lgs. n. 180 del 2015)*, in «Contratto e Impresa», n. 4, pp. 689 e ss.; Carmassi J. et Di Giorgio G., 2016, *L'impatto del bail-in sulla rete di protezione finanziaria*, in «Analisi Giuridica dell'Economia», Vol. 15, n. 2, pp. 297 - 332.

² A titolo di esempio, per ampiezza di analisi, vd. Avgouleas E. et Goodhart C., 2015, *Critical reflections on bank bail-ins*, in «Journal of Financial Regulation», Vol. 1, n. 1, pp. 3 - 29.

Gli obiettivi del salvataggio interno possono essere ascritti due grandi ordini, che potremo ripartire tra obiettivi espliciti e obiettivi impliciti.

Sul primo versante, in quanto inserito nella cornice della Direttiva BRRD, il *bail-in* partecipa, al pari degli altri strumenti ivi contemplati³, agli obiettivi propri della risoluzione⁴, vale a dire la continuità delle funzioni essenziali, la tutela della stabilità finanziaria, la salvaguardia dei fondi pubblici, la tutela dei depositi protetti e più in generale delle attività dei clienti. Si noti in particolare come sotto questi obiettivi generalissimi possa certamente rientrare anche il salvataggio interno, sebbene non possa ugualmente dirsi che essi ne siano distintivi. Non si può certo disconoscere che il salvataggio interno possa contribuire insieme agli altri strumenti di risoluzione a raggiungere gli obiettivi predetti. Ciononostante ai medesimi fini si potrebbe giungere per altre strade. Nel ragionare in termini di esempi, tanto la continuità delle funzioni quanto la stabilità finanziaria⁵ erano altresì tutelate - se non addirittura in maniera più profonda - anche dai salvataggi pubblici. A medesime conclusioni si giunge se si considera l'aspetto della tutela del risparmio, oltre ad essere un valore costituzionale⁶, era stato ancor prima uno dei cardini della Legge Bancaria del 1936. Non si può pertanto concludere che l'obiettivo di stabilità contraddistingua in maniera esclusiva l'attuale disciplina di risoluzione. Di qui segue anche che allora non è la tutela della stabilità finanziaria un obiettivo proprio del salvataggio interno, ancorché naturalmente questo debba per quanto possibile tendere a questo esito.

Apparentemente più legato al *bail-in* sembrerebbe essere l'obiettivo di salvaguardia delle finanze pubbliche, eppure in questo caso la corrispondenza non è biunivoca. Se infatti il salvataggio interno implica un minor ricorso alle finanze pubbliche (a stare al tenore della Direttiva BRRD, nessun ricorso), al contrario non è detto esso soltanto possa tendere a questo fine. Almeno in linea di principio, altre strategie potrebbero dar luogo al medesimo risultato. Si ponga mente - restiamo sul generico - ad un sistema di intervento fra operatori privati in forma di consorzio o di fondo comune⁷: un'operazione di rifinanziamento da parte di questi soggetti potrebbe

³ Tali altri strumenti sono, per usare i termini di cui al Capo IV della Direttiva 59/2014/UE, la vendita delle attività, la separazione delle attività e l'ente ponte, oppure, per usare la dicitura del D.Lgs. 180/2015, Art. 39, la cessione di beni o di rapporti giuridici ad un soggetto terzo, ad una società veicolo per la gestione delle attività o a un ente-ponte. Per un inquadramento generale vd. Stanghellini L., 2014, La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea, in AA.VV., Atti del Convegno «Dal Testamento Unico Bancario all'Unione Bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri», Roma, 16 Settembre 2013, Quaderni di ricerca giuridica, Banca d'Italia, n. 75, pp.147 - 176; Leggio V., 2015, *Italian crisis management procedures in the banking sector*, in AA.VV., Siclari D., a cura di, *Italian Banking and Financial Law*, Vol. IV, Crisis Management Procedures, Sanctions, Alternative Dispute Resolution, Systems and Tax Rules, Palgrave Macmillan, pp. 4 - 60

⁴ Enunciati all'Art. 31, Direttiva 2014/59/UE e riportati all'Art. 21 del D.Lgs. 180/2015.

⁵ Soprattutto all'indomani della prima ondata di crisi, l'intervento pubblico fu una risorsa imprescindibile nel porre al riparo la stabilità finanziaria. L'argomento, sia con riferimento all'ambiente americano che a quello europeo, è approfonditamente trattato in Napolitano G., 2008, *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali*, articolo apparso su «Giornale di Diritto Amministrativo», n. 11, pp. 1083-1094.

⁶ Art. 47, Cost.

⁷ In quest'ottica possono essere rilette le vicende iniziali del Fondo di Garanzia dei Depositanti (per le banche di credito cooperativo), istituito nel 1978 su base volontaria come Fondo Centrale di Garanzia delle Casse Rurali ed Artigiane e del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, analogamente costituito in forma consortile nel 1978. Si trattava infatti, prima del loro inquadramento all'interno degli schemi di garanzia dei depositi (Direttiva 2014/49/UE), di fondi deputati a far fronte alle difficoltà di

adempiere alla funzione di risoluzione, senza tuttavia che venga in alcun modo pregiudicata l'integrità delle finanze pubbliche.

In sostanza il salvataggio interno può contribuire o comunque tendere agli obiettivi esplicitamente richiamati dalla Direttiva BRRD, ma in ogni caso non si potrà certo affermare che questi siano distintivi dello strumento in questione. Parliamo dunque di obiettivi generali, che pongono il salvataggio interno in rapporto a questi strumentale.

Esiste però anche un novero di effetti che appaiono essere legati a doppio filo con il *bail-in*. Due in particolare emergono come gli obiettivi propri del salvataggio interno, che ne hanno motivato l'introduzione. Il primo è quello della riduzione dell'azzardo morale. La valenza dissuasiva del salvataggio interno in questo caso non è facilmente conseguibile attraverso il ricorso a strumenti alternativi. L'idea è quella per cui se i primi ad essere chiamati a rispondere dello stato di dissesto sono i detentori di strumenti di capitale, allora coloro i quali deterranno partecipazioni di controllo, determinanti nell'influenzare concretamente la gestione dell'ente o del gruppo, saranno i soggetti che sopporteranno i maggiori costi in fase di risoluzione⁸. In questo modo il *bail-in* penderebbe sul loro capo come una spaventosa spada di Damocle, che incentiverebbe così in maniera più consistente una sana e prudente gestione. Se infatti si è costretti a rispondere del proprio - questo il nucleo essenziale - si agirà con maggiore cautela⁹. Così per estensione anche i creditori che verosimilmente dovrebbero contribuire a

una consorziata attraverso il ricorso alle risorse messe in comune. (In argomento vd. rispettivamente Aquilani B. et Gatti C. et Grignaschi G., 2012, *Struttura e governo della cooperazione di credito a supporto del territorio: i casi italiano e francese a confronto*, Atti del XXIV Convegno annuale di Sinergie «Il territorio come giacimento di vitalità per le imprese», Università del Salento, 18 e 19 Ottobre; Fazio A., 2002, *La ristrutturazione del sistema bancario nell'ultimo decennio. Problemi e prospettive*, Testimonianza del Governatore della Banca d'Italia, Camera dei Deputati, VI Commissione Finanze, Senato della Repubblica, 6^a Commissione Finanze e Tesoro (congiunte), Roma, 2 Ottobre). A questo tipo di strumenti si conferisce usualmente il nome di sistemi di tutela istituzionale (*institutional protection scheme - IPS*). La nozione a propria volta è ripresa anche all'art. 113, p. 7 del Regolamento UE 575/2013 (CRR), con riferimento all'esenzione da certi requisiti patrimoniali in caso di adesione ad un fondo di questo tipo.

⁸ In termini analoghi vd. Stanghellini L., 2016, *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, articolo apparso su «Analisi Giuridica dell'Economia», Fascicolo 2, Anno 2016, pp. 567 - 579, in particolare p. 570: «La tutela della stabilità «ex ante» viene perseguita inducendo negli intermediari comportamenti corretti, che correlino rischio e rendimento e, appunto, non siano improntati ad azzardo morale (consistente nell'assunzione di alti rischi, con l'obiettivo di conseguire rendimenti elevati, ma nella consapevolezza che saranno altri a pagare le eventuali perdite)».

⁹ Non si dimentichi che il termine azzardo morale è usato soprattutto nella letteratura economica sui mercati assicurativi e in origine in particolare per le assicurazioni sanitarie negli Stati Uniti (*ex multis* Vd. Arrow K.J., 1965, *Uncertainty and the welfare economics of medical care: reply (the implications of transaction costs and adjustment lags)*, «The American Economic Review», Vol. 55, n. 2, pp. 154-158; Pauly M.V., 1968, *The economics of moral hazard: comment*, articolo apparso «The American Economic Review», Vol. 58, n. 3, pp. 531 - 537; Arrow, K.J., 1968, *The economics of moral hazard: further comment*, in «The American Economic Review», Vol. 58, n. 3, pp. 537 - 539; Hölmstrom B., 1979, *Moral hazard and observability*, articolo contenuto in «The Bell Journal of Economics», Vol. 10, n.1, pp. 74-91). Nel caso degli interventi in favore delle banche tuttavia non esisteva una vera e propria assicurazione fondata sul valore atteso delle utilità, bensì l'implicita garanzia pubblica dei salvataggi. Gli operatori potevano quindi mostrarsi anche più propensi del normale a comportamenti di azzardo, giacché non era previsto nemmeno un premio commisurato al grado di rischio come in una normale contratto assicurativo. Si segnala di passaggio che il problema è affrontato oggi anche dai sistemi di garanzia dei depositi, i quali agendo proprio al pari di un sistema assicurativo, in questo caso sì, richiedono una contribuzione *ex ante* commisurata al grado di rischio detenuto.

coprire le perdite in caso di dissesto, dovrebbero avvertire un maggiore senso di responsabilizzazione, che li incentiverebbe a vigilare attivamente sulla gestione¹⁰. Non si vuole in questa sede discuter sull'effettiva possibilità per soggetti spesso sprovvisti di competenze basilari in ambito finanziario di controllare l'operato delle banche di cui sono clienti; per il momento si prenda l'obiettivo per buono e ci si fermi ad un livello puramente teorico.

Uno degli argomenti più solidi a favore del *bail-in* verteva sul costo di finanziamento delle banche. La responsabilizzazione tanto della *governance* quanto delle platee di creditori dovrebbe, avrebbe posto fine - secondo gli estensori della misura - ad un'asimmetria nei costi di finanziamento fra banche di grandi dimensioni ed enti più modesti, connessa al problema del *too-big-to-fail*¹¹. Naturalmente è ancora troppo presto per un controllo empirico rigoroso di tale relazione, la quale tuttavia non appare del tutto infondata. L'implicita garanzia pubblica a favore dei gruppi sistemici,

¹⁰ A riguardo vd. Avgouleas E. et Goodhart C., 2014, *A critical evaluation of bail-in as a bank recapitalisation mechanism*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 10065, soprattutto p. 2: «Turning unsecured debt into bail-in-able debt should incentivize creditors to resume a monitoring function, thereby helping to restore market discipline. For example, as the potential costs of bank failure would fall on creditors, in addition to shareholders, such creditors should become more alert about the levels of leverage the bank carries [...], limiting one of the most likely causes of bank failures and the governance costs associated with excessive leverage». Formulazioni quasi identiche, ma precedente l'uno e a ridosso l'altro dell'introduzione in Europa del salvataggio interno per via normativa (segno che l'obiettivo fosse tenuto in alta considerazione all'interno della comunità di *policy*), si possono rintracciare in Coffee J.C. Jr., 2011, *Systemic risk after Dodd-Frank: contingent capital and the need for regulatory strategies beyond oversight*, articolo contenuto in «Columbia Law Review», Vol. 111, n. 4, pp. 795 - 847; Avgouleas E. et Cullen J., 2014, *Excessive Leverage and Bankers' Pay: Governance and Financial Stability Costs of a Symbiotic Relationship*, articolo apparso su «Columbia Journal of European Law», Vol. 21, n. 1, pp. 1 - 46.

¹¹ Sul problema del *too-big-to-fail*, magistralmente Di Gaspare G., 2011, *Teoria e Critica della Globalizzazione Finanziaria*, Cedam, Padova. Non è chiaro quando l'espressione sia nata, eppure il suo uso è attestato già a partire dagli Anni Novanta (e forse per la prima volta in Italia) da Clericetti C., 1991, *Fatto il mercato ora manca il banchiere*, articolo apparso su «La Repubblica», n. 6 dicembre 1991, in cui il riferimento era alle grandi trasformazioni ancora in corso a seguito dell'approvazione della Legge Amato. In ogni caso oggi il termine *too-big-to-fail* (spesso addirittura abbreviato in TBTF) ha trovato una sua sistemazione teorica ben definita. Senza pretese di esaustività si segnalano Hetzel R.L., 1991, *Too big to fail: Origins, consequences, and outlook*, Federal Reserve Bank of Richmond; Wilmarth Jr. A.E., 1991, *Too Big to Fail, Too Few to Serve: The Potential Risks of Nationwide Banks*, articolo apparso su «Iowa Law Review», Anno 77, n. 957; Kaufman G.G., 2002, *Too Big to Fail in US Banking: Quo Vadis?*, articolo apparso su «Quarterly Review of Economics and Finance», n. 2/2002, pp. 423-436; Gup B.E., 2004, *Too big to fail: policies and practices in government bailouts*, Greenwood Publishing Group, Westport, Connecticut; Stern G.H. et Feldman R.J., 2004, *Too big to fail: The hazards of bank bailouts*, op. cit.; Mishkin F.S., 2005, *How big a problem is too big to fail?*, National Bureau of Economic Research, Working Paper n. 11814; Shull B., 2010, *Too big to fail in financial crisis: motives, countermeasures, and prospects*, Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper n. 601; Wilmarth Jr A.E., 2010, *Reforming Financial Regulation to Address the Too-Big-To-Fail Problem*, articolo apparso su «Brooklyn Journal of International Law», Anno 35, n. 707; in chiave giornalistica Sorkin A.R., 2010, *Too big to fail: the inside story of how Wall Street and Washington fought to save the financial system and themselves*, Penguin, Londra; Di Gaspare G., 2011, *Teoria e Critica della Globalizzazione Finanziaria*, CEDAM, Padova; Meyerowitz S.A., 2011, *Too Big to Fail*, articolo apparso su «Banking Law Journal», Volume 128, n. 4, pp. 289 e ss.; Barth J.R. et Prabha A.P. et Swagel P., 2012, *Just how big is the too-big-to-fail problem?*, articolo apparso su «Journal of Banking Regulation», Anno 13, n. 4, pp. 265-299; Kaufman G.G., 2014, *Too big to fail in banking: What does it mean?*, articolo apparso su «Journal of Financial Stability», n.13, pp. 214-223.

si rifletteva anche in minori premi al rischio¹², dietro la lecita aspettativa che in ogni caso le pretese dei creditori sarebbero state coperte in caso di dissesto. In maniera analoga le stesse istituzioni finanziarie sistemiche, ben conscie che il potere pubblico non le avrebbe abbandonate, potevano permettersi una maggiore propensione al rischio. In questo modo sotto il profilo concorrenziale veniva a crearsi una distorsione in favore degli istituti più imponenti¹³, i quali, potendosi permettere il lusso di una gestione più «rilassata», si presentavano sui mercati in una veste certamente più competitiva¹⁴. Con l'introduzione del *bail-in* invece la prospettiva è cambiata, perché da essere elefanti ad essere formiche, si dovrà comunque sempre porre rimedio al dissesto col sacrificio primo degli azionisti. Tutti quindi si trovano di fronte una struttura di incentivi abbastanza simile, che li stimola ad una gestione prudente.

Oltre al problema dell'azzardo morale, il salvataggio interno sembrerebbe rispondere anche a un altro ordine di questioni, dai risvolti questa volta decisamente più pratici. Non sempre infatti un salvataggio, soprattutto se di vaste proporzioni, può contare sull'immediato reperimento dei capitali necessari al suo finanziamento. Con il *bail-in* invece ci si assicura di poter almeno in parte porre rimedio al dissesto con le risorse già disponibili in casa, senza dover reperire ulteriori fonti di finanziamento¹⁵. La scelta viepiù si presenta come percorribile, dal momento che ai sensi della normativa di risoluzione le banche sono obbligate a detenere un quantitativo minimo di passività che possono essere sottoposte a *bail-in*. Si garantisce quindi in questo modo che almeno una certa provvista di strumenti che possano essere cancellati, svalutati o convertiti sia prontamente disponibile. L'applicazione del salvataggio interno (ma più in generale di tutti gli strumenti di risoluzione) richiede una celerità nei tempi¹⁶, che solo può essere

¹² Per una quantificazione dell'effetto si veda Ueda K. et Weder Di Mauro B., 2012, *Quantifying the Value of the Subsidy for Systemically Important Financial Institutions*, IMF Working Paper n. 128/2012.

¹³ Avgouleas E. et Goodhart C., 2016, *Critical Reflections on bail-in*, articolo apparso su «Journal of Financial Regulation», n. 1/2015, pp. 3 - 29, in particolare p. 19: «Such a subsidy is also criticized as an undesirable and unfair distortion of competition. Taking advantage of lower funding costs, larger banks cut margins aggressively to edge out smaller competitors. Thus, the subsidy distorts the pattern of intermediation towards larger banks and away from smaller banks and non-bank intermediation, including peer-to-peer channels».

¹⁴ Cfr. Gropp R. et Hakenes H. et Schnabel I., 2011, *Competition, risk-shifting, and public bail-out policies*, articolo apparso su «Review of Financial Studies», Vol. 24, n. 6, pp. 2084 - 2120.

¹⁵ Questo vale soprattutto in accostamento alla previsione di un requisito minimo di passività ammissibili per la procedura di risoluzione, di cui all'Art. 45 della Direttiva BRRD e all'Art. 50 D.Lgs. 180/2015. Tale requisito è stato di recente oggetto in sede europea di due proposte di riforma, al fine di armonizzarlo con le indicazioni del Financial Stability Board in materia di Total Loss Absorbing Capacity. Sul punto si rimanda a Crosetti S., 2018, *Verso la BRRD II, Analisi delle proposte di armonizzazione del requisito minimo di passività ammissibili con le indicazioni del Financial Stability Board*, in «Amministrazione in Cammino», 18 Gennaio.

¹⁶ Si riporta la circostanza per cui è reiterato l'uso dell'espressione «il tempo di un weekend» per indicare la durata opportuna di una decisione di risoluzione e dell'applicazione del *bail-in*. Oltre ad essere un lasso di tempo breve, il fine settimana coincide anche normalmente con la chiusura delle borse. In questo modo sembrerebbe quindi più facile agire ad acque ferme. Già prima dell'approvazione della nuova normativa in Europa (ma con il riferimento già esistente del *bail-in* à la *Dodd Frank Act*) in questi termini si esprimeva Huertas T.F., 2011, *The road to better resolution: from bail-out to bail-in*, capitolo contenuto in Beblavy M. et Cobham D. et Ódor L., a cura di, *The Euro Area and the Financial Crisis*, Cambridge University Press, Cambridge, UK, che spiegava come il *bail-in* metta l'autorità di risoluzione in condizione «di agire nel tempo necessario, al massimo un fine settimana» [traduzione nostra]. In maniera simile si esprime anche Dewatripont M., 2014, *European banking: Bailout, bail-in and state aid*

compatibile con l'esistenza di risorse già pronte, siano quelle assoggettabili a *bail-in* o siano quelle dei fondi di risoluzione, per i quali ci eravamo soffermati proprio sulla contribuzione *ex ante*. In questo modo quindi sarà possibile chiudere la procedura i tempi brevi, evitando quindi che un dissesto conclamato possa con il protrarsi della crisi bancaria aggravarsi al punto da cagionare perdite ancora superiori a quelle stimate in partenza.

Per riassumere il nostro discorso avremo quindi due generi di obiettivi. Da una parte vi sono gli obiettivi generali della risoluzione, a cui il *bail-in* partecipa in quanto componente di quello strumentario tipico della procedura. Dall'altra vi sono gli obiettivi che il *policy-maker* ha tentato di raggiungere proprio con l'introduzione del salvataggio interno, i quali difficilmente - sempre nelle opinioni dei sostenitori della misura - sarebbero stati perseguibili per altre strade.

A questo punto però vi sono alcuni accorgimenti da aggiungere. In primo luogo se noi volessimo rintracciare nei testi normativi una formulazione di quelli che abbiamo definito gli obiettivi propri del *bail-in*, non li troveremmo affatto nell'articolato della direttiva, mentre al massimo sarebbero rinvenibili alcuni richiami nei considerando, dove ad esempio con riguardo alla responsabilizzazione, si legge che «lo strumento del *bail-in* darà [...] agli azionisti e ai creditori degli enti un maggiore incentivo a vigilare sul buon funzionamento dell'ente in circostanze normali»¹⁷. Per vero tale considerazione non deve sorprenderci, dal momento che proprio quella dei considerando appare la sede opportuna in cui inserire i predetti obiettivi. A differenza infatti degli obiettivi della risoluzione, rispetto ai quali l'autorità è chiamata a trarre la propria valutazione *ex ante* sugli strumenti da utilizzare nel corso della procedura, questo secondo genere di obiettivi non richiede alcun particolare adempimento. L'idea - ragioniamo per assoluti - è quella per cui se un obiettivo è connaturato ad un particolare strumento (o per essere più chiari se l'utilizzo di quello strumento produrrà certamente un particolare effetto), allora basterà demandare all'autorità poteri idonei affinché lo strumento venga utilizzato e tale fine verrà sicuramente raggiunto. Sarebbe quindi apparso un loro richiamo nella direttiva apparso quasi superfluo, giacché ad altro non si sarebbe atteggiato che ad un'enunciazione di principio. Più opportunamente invece la presenza fra i considerando fa assurgere gli obiettivi predetti a motivazione sulla base della quale la normativa è stata adottata¹⁸ e riflette peraltro quello che era lo stato del dibattito nella comunità scientifica e politica a ridosso della formulazione delle nuove regole.

Di rimando tuttavia una parziale censura opposta a troppo semplicistiche visioni, secondo le quali un certo strumento X produce sempre ed immancabilmente un certo effetto Y, in realtà non sempre corroborate dalla realtà fattuale. L'intervento di un gran

control, articolo contenuto in «International Journal of Industrial Organization», Vol. 34, pp. 37 - 43, secondo cui «in caso di crisi sistemica, [...] la ricapitalizzazione può essere necessaria nell'arco di un fine settimana» [traduzione nostra]. Così conclude Donati J., 2016, *La ricapitalizzazione «interna» delle banche mediante bail-in*, articolo apparso su «Analisi Giuridica dell'Economia», n. 2, Anno 2016, pp. 597 - 618, rifacendosi alla letteratura sul tema, che (p. 616) la procedura di risoluzione avrà luogo «nell'arco di un brevissimo lasso di tempo (si parla, in genere, di un weekend)».

¹⁷ Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Considerando 67).

¹⁸ A contrario andrebbe censurata la tendenza a ripetere quasi testualmente nei considerando le espressioni utilizzate nell'articolato. Tale pratica infatti, oltre a non essere perfettamente coerente sul piano logico, finisce per appesantire gli atti normativi di una pachidermica introduzione, che rischierà quindi - se la tendenza non sarà invertita - di perdere qualsiasi importanza.

numero di variabili circostanziali, vuoi le concrete reazioni degli operatori, vuoi le condizioni generali del mercato, potrebbero in qualche modo mitigare l'effetto sperato, se non sopirlo del tutto. In altri casi invece la stessa formulazione concreta dello strumento potrebbe in sede di implementazione pratica impossibilitare *de facto* il perseguimento di determinati obiettivi, o perché non pienamente coordinato con il resto delle politiche già esistenti o perché in fin dei conti al medesimo fine si potrebbe giungere meglio attraverso un altro percorso. Queste considerazioni peraltro motivano l'esigenza di un'analisi che non si fermi al solo dato giuridico del *bail-in*, ma che cerchi, per quanto possibile, di rendere palese, cogliendo le interazioni con il dato reale, anche «quello che le norme non dicono».

3. Questione di priorità: il difficile coordinamento fra stabilità finanziaria, lotta all'azzardo morale e salvaguardia delle finanze pubbliche

Nel campo dei fatti economici, a differenza che in quello della teologia, non è così facile essere uno e trino, sicché non è raro imbattersi in «trinità impossibili», «terzetti inconciliabili» o «trilemmi». Allo stesso modo il *bail-in*, se fosse una persona, si troverebbe a soffrire di uno strano disturbo dissociativo interiore, dovuto alla tensione tra quelli che abbiamo sopra definito gli obiettivi generali della risoluzione e gli obiettivi suoi peculiari. Da un lato infatti la direttiva BRRD si pone come fine quello di «evitare effetti negativi significativi sulla stabilità finanziaria, in particolare attraverso la prevenzione del contagio»¹⁹, ma anche di «salvaguardare i fondi pubblici riducendo al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico straordinario»²⁰; dall'altro il salvataggio interno mira a disciplinare la condotta delle banche attraverso il monitoraggio dei creditori o almeno, in maniera più verosimile, attraverso la minaccia mai troppo chiaramente paventata, ma ugualmente credibile, di una vendita consistente di titoli all'approssimarsi di un grave dissesto²¹. Tale minaccia tuttavia sembra essere in qualche modo contraddittoria rispetto all'obiettivo di preservare la stabilità finanziaria, nella misura in cui le aspettative circa l'aggravarsi di un dissesto (e quindi dell'entità della condivisione degli oneri sulle spalle dei creditori), rischiano di peggiorare il dissesto stesso e a fronte delle esposizioni delle controparti in un mondo finanziario sempre più interdipendente far dubitare anche della tenuta di eventuali *partner*. I creditori che subodorano la possibilità di vedere i propri crediti svalutati possono infatti, purché agiscano in tempi sufficientemente rapidi, cedere le proprie posizioni. Se la percezione è diffusa, si potrebbe quindi raggiungere quella massa critica in grado di mortificare il prezzo dei titoli e di conseguenza di rendere necessaria una svalutazione di portata ancora più ampia di quella originariamente prevista. I risvolti di un siffatto circolo vizioso rischiano quindi di essere tutto fuorché trascurabili²². Il

¹⁹ Direttiva 2014/59/UE, Art. 31, p. 2, lett. b).

²⁰ *ivi*, lett. c)

²² Su questa posizione sono Avgouleas E. et Goodhart C., 2016, *Critical Reflections on bail-in*, op.cit., p. 22: «Creditors who sense in advance the possibility of a bail-in, or creditors of institutions that are similar in terms of nationality or business models will have a strong incentive to withdraw deposits, sell debt, or hedge their positions through the short-selling of equity or the purchase of credit protection at an ever higher premium disrupting the relevant markets. Such actions could be damaging and disruptive, both to a single institution [...] and potentially to wider market confidence». Analogamente a

problema potrebbe peraltro essere aggravato, per quegli istituti ancora solvibili che necessiterebbero però di una ricapitalizzazione transitoria, dall'atteggiamento restrittivo da parte della Commissione Europea in materia di aiuti di Stato o per meglio dire, della percezione che gli operatori hanno maturato circa tale atteggiamento, sovrastimando per vero la rigidità della Commissione²³, che pure nella comunicazione del 2013²⁴ in materia di aiuti di Stato ha inserito clausole di flessibilità nell'applicazione del divieto, riguardanti proprio la stabilità finanziaria. Se tuttavia gli operatori si convincono, per un motivo o per l'altro, che il valore dei titoli nel loro portafoglio sia a rischio, saranno indotti a venderli.

Al contrario è difficile questionare che il salvataggio pubblico sia la misura capace di garantire in massimo grado, in fase di crisi bancaria, che il contagio non si trasmetta da un istituto in dissesto alle controparti e di riflesso anche al settore reale dell'economia²⁵. Per i creditori infatti sarà irrilevante la fonte attraverso le quali le proprie pretese verranno soddisfatte, basta che lo siano; cosicché anche in fase di crisi bancaria l'allocatione dei prezzi delle attività finanziarie continuerà a riflettere valori più ancorati a quelli anteriori al dissesto, senza che siano innescate pericolose corse ribassiste.

Appare quindi inevitabile che attraverso il salvataggio interno si debba rinunciare a qualcosa in termini di stabilità di breve periodo o meglio che si debba essere pronti ad agire con estrema celerità nell'incertezza sull'entità della reazione dei mercati.

suo tempo, basandosi sulle vicende della Northern Rock e sui coevi *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* del Financial Stability Board, si era espresso Randell C., 2012, *The great British banking experiment: will the restructuring of UK banking show us how to resolve G-SIFIs?*, articolo apparso su «Law and Financial Markets Review», Vol. 6, n. 1, pp. 39 - 51. Torneremo sul punto con maggiore cura nella parte dedicata al ruolo degli operatori.

²³ Così ad esempio Micossi S. et Bruzzone G. et Cassella M., 2014, *Bail-in Provisions in State Aid and Resolution Procedures: Are they consistent with systemic stability?*, Centre for European Policy Studies, Policy Brief, n. 318, 28 Maggio. Si legge a p. 9: «However, this reassuring balance of the elements underpinning the Commission's decisions in individual cases may not be clear to bank creditors and potential investors out there in financial markets. The impression that there is an unneeded rigidity on this very sensitive issue has been heightened by official statements overemphasising that each case under competition rules will be assessed individually, thus feeding the concern that the systemic dimension of the issue may have been underestimated».

²⁴ Il riferimento è alla cd. «Comunicazione sul settore bancario», 2013/C 216/01.

²⁵ Ovviamente il ragionamento non deve essere esteso alla stabilità finanziaria per come intesa fisiologicamente durante le fasi in cui non si manifesta il dissesto. In questo caso abbiamo già mostrato al contrario che l'implicita garanzia pubblica potesse incentivare le banche di maggiori dimensioni ad una maggiore propensione al rischio e a quindi ad un'eccessiva intermediazione, che è proprio una delle componenti della instabilità finanziaria. Di fondo permane ovviamente la difficoltà, comune a tutte le questioni inerenti al presente argomento di definire un concetto univoco di stabilità finanziaria. Per una buona operativizzazione, così come per un'ampia rassegna in letteratura dei modi di intendere la stabilità finanziaria si rimanda a Houben A. et Kakes J. et Schinasi G.J., 2004, *Toward a framework for safeguarding financial stability*. Fondo Monetario Internazionale, Working Paper n. 04/101. Poiché la direttiva BRRD reca norme in materia di risoluzione, ben può intendersi che il focus del concetto di stabilità ivi contenuto sia incentrato sulla fase di crisi, ove si cerca di far salva quella «condizione che caratterizza un sistema finanziario quando questo riesce a facilitare l'allocatione delle risorse fra settori, fra aree geografiche e nel tempo a consentire la formazione di prezzi congrui delle attività finanziarie» (Dizionario di Economia e Finanza, Treccani, 2012, voce Stabilità Finanziaria). Se questo è il contesto entro il quale ci muoviamo, allora risulta lecita l'affermazione fatta sopra per cui il salvataggio esterno può aiutare a preservare una formazione dei prezzi non ribassista nel quadro di una risoluzione bancaria.

Un tale sacrificio apparirebbe tuttavia giustificabile e anzi costituirebbe un valido passo in avanti rispetto agli anni della crisi se almeno fossero rispettati due parametri. Potremmo quindi dire che il *bail-in* sia allineato con gli obiettivi della politica di risoluzione se: 1. effettivamente la fiscalità generale fosse fatta salva; 2. il ricorso al salvataggio esterno non permettesse in alcun modo di evitare l'azzardo morale (e quindi minasse il versante della stabilità in fase fisiologica).

Tali parametri dal canto sono dedotti quale bilanciamento alla gerarchia sostanziale degli obiettivi suggerita dalla BRRD. Se infatti da un lato la normativa propende per un'equiparazione formale degli obiettivi e se per giunta il sacrificio delle pretese creditorie e tutto ciò che ne consegue non figura nemmeno fra gli obiettivi dichiarati, ma permane fra i criteri che ispirano il salvataggio interno, l'ampia parte dedicata al nuovo strumento rispetto alle altre misure e soprattutto la sua centralità nell'impianto sistematico della direttiva, lasciano supporre che la salvaguardia delle finanze e la riduzione dell'azzardo morale siano considerati in posizione avvantaggiata²⁶, anche se non preminente, rispetto alla tutela della stabilità in fase di risoluzione. Il dato empirico permette tuttavia quanto meno di dubitare che le due condizioni sopra menzionate siano soddisfatte in pieno.

3.a. Il salvataggio interno fa salva la fiscalità generale?

Nessuno potrà contestare che la relegazione dell'intervento pubblico in posizione assolutamente eccezionale rispetto al coinvolgimento del settore privato²⁷ e la sua subordinazione a precise ed inderogabili condizioni²⁸, consentano di affermare in prima battuta che le risorse dei contribuenti non vengano spese per il salvataggio delle banche in crisi. Questo sarebbe vero in assoluto se la risoluzione si calasse in un contesto di «vuoto economico», in una situazione in cui la crisi di un intermediario non sortisse effetto alcuno sull'economia reale e dove quindi i costi effettivi siano solo quelli diretti cui la disciplina fa esplicito riferimento. Al contrario la particolare natura delle banche²⁹, differenti in maniera sostanziale da qualsiasi altro tipo di impresa, che le pone in una posizione di peculiare centralità nella vita economica così come nella produzione

²⁶ Questa non è certo una lettura che emerge *prima facie* dal tenore letterale delle disposizioni che abbiamo momento per momento richiamato; nondimeno è l'unica conclusione cui si può pervenire se si parte dal p. 1 dell'Art. 36 della Direttiva 2014/59/UE, che prevede che «le autorità di risoluzione tengono conto degli obiettivi di risoluzione e scelgono gli strumenti e i poteri più adatti a conseguire gli obiettivi pertinenti nelle circostanze del caso» [corsivo aggiunto]. Insomma la direttiva sembra dire alle autorità «fate più che potete; fate quello che potete», lasciando quindi intendere che vi siano casi in cui la regione del possibile non ricomprende la sussistenza di tutti gli obiettivi menzionati al paragrafo seguente. Se a questo dato si aggiunge che invece altrove la Direttiva è categorica (ma lo stesso si potrebbe dire delle indicazioni della Commissione Europea) nell'imporre, se non un vero e proprio *bail-in*, almeno una qualche forma di coinvolgimento del settore privato, allora è chiaro che l'obiettivo in posizione di saltare per primo sia proprio quello della stabilità finanziaria in fase di crisi.

²⁷ Si tratta delle opzioni residuali del sostegno pubblico al capitale e della proprietà pubblica temporanea, rispettivamente contemplati agli articoli 57 e 58 della Direttiva BRRD.

²⁸ Si tratta sostanzialmente del rispetto delle norme sugli Aiuti di Stato, di cui alla comunicazione sopra menzionata. In proposito, Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Considerando 55): «A tale riguardo, è opportuno che il ricorso a un sostegno finanziario pubblico straordinario, a fondi di risoluzione o a sistemi di garanzia dei depositi a sostegno della risoluzione di enti in dissesto rispetti le pertinenti disposizioni in materia di aiuti di Stato».

²⁹ Natura che - si ricorda di passaggio - ne giustifica da tempi risalenti la sua disciplina speciale, derogatoria rispetto a molte delle norme del Codice Civile.

dei fenomeni monetari, amplifica le ricadute, per via della loro operatività fra il «pubblico»³⁰, categoria che indica proprio la loro potenzialità di servire una platea innumerevole di soggetti, sull'intero sistema economico. Si può quindi dedurre che una risoluzione, la quale per quanto possa essere ordinata secondo i migliori auspici della Direttiva BRRD, rimarrà sempre un momento di grave tensione tanto per il soggetto che vi entra quanto per i suoi creditori, che di rimando comporterà anche un impatto negativo sul complesso delle attività economiche. In senso lato, queste ricadute non possono essere con animo quieto espunte dai «costi della politica»³¹, di cui il decisore dovrebbe tenere debito conto. Alcune stime sull'impatto delle procedure di risoluzione sui sistemi economici ci provengono dai lavori di Luc Laeven e di Fabián Valencia, dove tanto la letteratura quanto i dati empirici sono raccolti nell'intento di redigere resoconti statistici sulle crisi bancarie degli ultimi anni³². Le grandezze che ci interessano per il nostro ragionamento sono due in particolare: la perdita di prodotto e l'aumento del debito. Per quanto riguarda la prima, si può utilmente fare riferimento, per avere un'idea più immediata, al grafico riportato sotto, che mostra la perdita di output nel contesto della crisi dei mutui *subprime*.

³⁰ Si ricordi che la nozione di pubblico è uno dei tratti qualificanti della definizione dell'attività bancaria contenuta all'Art. 10 del D.Lgs. 385/1993 Testo Unico Bancario (già Art. 1, R.D.L. 12 marzo 1936, n. 375, convertito in legge 7 marzo 1938, n. 141, Legge Bancaria), che la qualifica come l'esercizio del credito e la raccolta del risparmio tra il pubblico. Non è certo questa la sede per una disamina compiuta di che cosa comporti la nozione di pubblico, ma si fa utilmente rimando, senza pretesa di esaustività, a Ferro Luzzi P., 1996, *Nozione di attività bancaria*, in *La nuova legge bancaria*, Ferro Luzzi P. et Castaldi G., a cura di, Giuffrè, Roma, Vol. 1, pp. 240 e ss.; Desiderio G., 2000, *L'attività bancaria: fattispecie ed evoluzione*, Bancaria Editrice, Roma, Costi R., 2001, *L'ordinamento bancario*, op. cit., pp. 207 e ss.; Costa C., a cura di, 2013, *Commento al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, Giappichelli, Torino, in particolare Tomo I, pp. 72 e ss.; Desiderio G., 2015, *L'attività bancaria*, capitolo contenuto in Capriglione F., a cura di, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, CEDAM, Padova.

³¹ Per la definizione dei costi di una politica pubblica, si rimanda a La Spina A. et Espa E.G., 2011, *Analisi e Valutazione delle Politiche Pubbliche*, Il Mulino, Bologna.

³² Il documento di base, successivamente più volte aggiornato, può essere identificato in Laeven L. et Valencia F., 2008. *Systemic Banking Crises: A New Database*, Fondo Monetario Internazionale, Working Paper n. 08/224.

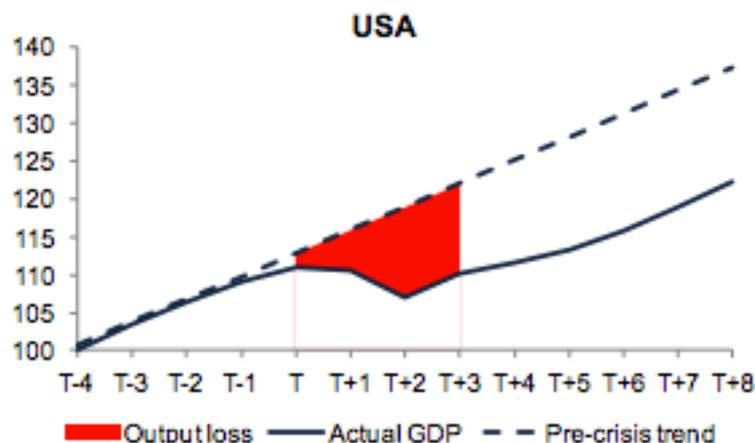


Figura 1: Perdita di prodotto in USA durante la crisi dei mutui subprime; Fonte: Leaven L. et Valencia F., 2013.

La perdita di prodotto è definita come la differenza fra il volume che avrebbe raggiunto il PIL secondo la tendenza in atto immediatamente prima della crisi sistemica e quella che ha effettivamente raggiunto nel periodo di crisi³³. Nella figura sopra riportata, la perdita di prodotto conseguente alla crisi dei mutui subprime, per come registrata fino al 2010, corrisponde all'area evidenziata di rosso.

Similmente l'aumento del debito è quantificato come la differenza tra la sua grandezza attesa in via tendenziale e la sua effettiva entità in fase di crisi³⁴. In buona sostanza in ogni anno di crisi si verificherà un maggior ricorso all'indebitamento, che peserà poi anche sullo stock finale di debito. Si nota in particolare dai dati empirici, che anche in presenza di un salvataggio pubblico, anno per anno l'aumento dell'indebitamento rispetto all'indebitamento atteso eccede l'effettivo costo finanziario per i salvataggi³⁵.

A che cosa deve essere imputata questa circostanza? Ogni crisi, a prescindere dal modo in cui essa viene trattata, produce quella perdita in termini di prodotto, dianzi esposta. Tale prodotto è tuttavia anche base imponibile³⁶, sicché alla contrazione di

³³ La definizione è quella contenuta in Laeven L. et Valencia F., 2013, *Systemic Banking Crises Database*, Fondo Monetario Internazionale, in «Economic Review», Vol. 61, n. 2, pp. 225 - 270. I dati si arrestano alle crisi sistemiche registrate nel 2010.

³⁴ Per chi è avvezzo a lavorare con i dati empirici, si tratta in questi due casi di sottrarre la dinamica spontanea, secondo il metodo della differenza di differenze. Per una illustrazione di questo metodo si rimanda a Stock J.H. et Watson M.W., 2011, *Introduction to econometrics*, Terza Edizione, Pearson Higher Education, Londra, UK; Wooldridge J.M., 2015, *Introductory econometrics: A modern approach*, Quinta Edizione, South-West Cengage Learning, Mason, Ohio.

³⁵ Il riferimento è ai dati tabulari riportati in Laeven L. et Valencia F., 2013, *Systemic Banking Crises Database*, op. cit.

³⁶ Per semplicità di ragionamento si pensi soltanto che l'IVA è l'imposta sul valore aggiunto e buona parte del PIL è calcolato proprio come valore aggiunto per ogni fase del processo produttivo. In argomento si veda Rosen H. et Gayer T., 2014, *Public Finance*, Quarta Edizione, McGraw-Hill Higher Education, New York, edito in Italia con ulteriori approfondimenti come Rapallini C., a cura di, *Scienza delle Finanze*; con una prospettiva di politica economica gli stessi argomenti sono trattati diffusamente in Bénassy-Quéré A. et Coeuré B. et Jacquet P. et Pisani-Ferry J., 2010, *Economic policy: Theory and practice*, Oxford University Press, Oxford, UK, in Italiano Idd., Petretto A. et Russo F.F., a cura di, *Politica Economica: Teoria e Pratica*, Il Mulino, Bologna.

questo faranno riscontro anche minori entrate per il bilancio pubblico. L'aumento del debito al termine di un periodo di crisi sarà quindi composto da due parti: il costo dell'intervento pubblico e l'effetto depressivo della crisi stessa, per tramite degli stabilizzatori. Questo già ci permette di arrivare ad una parziale conclusione, per cui la prima condizione che avevamo posto, non sarà mai rispettata, se la si intende in maniera assolutizzante come la totale intangibilità delle finanze pubbliche. Anche nel caso del salvataggio privato vi sarà un effetto depressivo, che non dipende da chi finanzia la risoluzione.

Il punto di vista di cui si deve tenere , che riguarda l'aumento del ricorso all'indebitamento al netto del costo di finanziamento della risoluzione. Si badi bene che anche nei casi laddove si è intervenuto con denaro pubblico la differenza fra il costo del finanziamento della risoluzione e l'effettivo aumento dell'indebitamento è decisamente sostenuta. A titolo di esempio a seguito della crisi dei mutui *subprime* negli Stati Uniti (che è comunque classificata al settimo posto quanto agli interventi più costosi come percentuale di PIL) il costo del finanziamento dei salvataggi è stato dell'ordine del 4.5% del PIL, ma l'aumento dell'indebitamento è stato pari al 23,6%³⁷. In totale quindi un 19,1% di PIL (più di quattro volte dei costi di finanziamento) è stato l'effetto depressivo sortito per via degli stabilizzatori automatici. Tale effetto depressivo può peraltro essere esacerbato dal coinvolgimento del settore privato e soprattutto può essere rischioso nel caso in cui nelle more della decisione, l'entità della risoluzione si riveli più ampia di quella inizialmente preventivata.

A questo ragionamento si potrebbe obiettare che mentre tutti i contribuenti si trovano nella stessa giurisdizione del soggetto sottoposto a risoluzione, alcuni creditori potrebbero essere stranieri, sicché si ravviserebbe un vantaggio nel poter far diminuire l'impatto sulle finanze pubbliche del Paese dove opera il soggetto. Tale argomento è però tutto fuorché solido. In primo luogo l'immediata conseguenza potrebbe essere semplicemente un più alto costo di finanziamento per via di maggiori premi al rischio, che in alcuni casi potrebbe rendere il dissesto anche più probabile³⁸. Inoltre in condizioni di profonda interdipendenza, ci troviamo alternativamente ad essere beneficiari di capitali esteri ma anche creditori verso questi Paesi, ma soprattutto all'interno dell'Unione, in virtù del principio del mutuo riconoscimento³⁹, la crisi di un

³⁷ I dati sono quelli di Laeven L. et Valencia F., 2013, *Systemic Banking Crises Database*, op. cit..

³⁸ Così ad esempio Avgouleas E. et Goodhart C., 2016, *Critical Reflections on bail-in*, op.cit., pp. 16 - 17: «Arguably, in contrast to bailouts, where all the taxpayers are, in some sense, domestic constituents, an advantage of bail-in is that some creditors may be foreign, but this is an elusive and possibly false advantage. The aim to penalize Russian creditors of Cypriot banks might have played a significant role in the way that 'rescue' was structured. Similarly, the treatment of the creditors of Icelandic banks was organized in such a way as to give preference to domestic depositors over foreign bondholders.⁵² But the foreign investors would, of course, realize that they were in effect being targeted, so that they would both require a higher-risk premium and flee more quickly at the first sign of potential trouble».

³⁹ Il principio del mutuo riconoscimento si riferisce alla possibilità per un ente bancario di insediarsi ed esercitare fuori dal Paese di origine. Tale soggetto ricade sotto la vigilanza delle autorità dello Stato comunitario in cui mantiene la sede legale e l'amministrazione centrale. Il principio fu introdotto dalla Seconda Direttiva Banche, 89/646/CEE, attuata in Italia con D.Lgs. 14 dicembre 1992, n. 481. Per ulteriori approfondimenti si suggerisce la lettura di Cassese S., 2012, *La Nuova Costituzione Economica*, Laterza, Roma-Bari.

intermediario sistemico coinvolgerebbe in misura considerevole diverse giurisdizioni, annullando quindi questo ipotetico vantaggio del «paga il vicino». Non si può in definitiva escludere *a priori* che sotto il profilo della salvaguardia delle finanze pubbliche la soluzione del salvataggio interno sia sempre migliore (o comunque significativamente migliore) del salvataggio esterno, soprattutto per gli eventuali costi aggiuntivi legati alla tempistica e all'impatto sulla stabilità finanziaria, per cui - in alcuni casi - il salvataggio esterno «potrebbe di conseguenza essere un buon investimento per i contribuenti»⁴⁰.

3.b. Solo il *bail-in* è in grado di limitare l'azzardo morale?

Se la prima condizione a cui si è disposti a sacrificare qualcosa in termini di stabilità finanziaria non appare pienamente soddisfatta, giova allora concentrarsi sulla seconda. Nessuno può certamente dubitare circa la capacità del *bail-in* di contenere l'azzardo morale, non tanto per la disciplina di mercato, quanto per il fatto che coloro i quali in forza delle proprie partecipazioni detengono il controllo sull'ente o sul gruppo, sanno già in anticipo che l'applicazione di un *bail-in* (o almeno di un *write-down*), influirà certamente sugli assetti proprietari. Peraltro in questo caso si verifica una linearità di conseguenze ammirevole in se stessa: più sarà grande il dissesto, maggiore sarà la necessità di svalutazione, più ampio in definitiva sarà l'incentivo per una condotta prudente.

Sul legame fra salvataggio interno e dissuasione all'azzardo morale sono tuttavia necessarie alcune specificazioni. In primo luogo perché la dissuasione sia efficace, gli operatori devono essere coscienti del fatto che stiano assumendo rischi ragguardevoli. Così ad esempio è stato argomentato - in controtendenza rispetto a quanti vedono nell'intermediazione eccessiva sempre e comunque un prodotto della malafede - che negli anni precedenti allo scoppio delle tensioni sui mercati finanziari, l'euforia generalizzata aveva condotto ad una sottostima dell'entità reale del rischio⁴¹. Una critica

⁴⁰ Così Micossi S. et Bruzzone G. et Cassella M., 2014, *Bail-in Provisions in State Aid and Resolution Procedures: Are they consistent with systemic stability?*, op. cit., p. 40: «may therefore even be a good investment for the taxpayer». In maniera ancora più netta ed accalorata, a tratti quasi «anti-tedesca», la stessa posizione è stata espressa da De Grauwe P., 2013, *The new bail-in doctrine: A recipe for banking crises and depression in the eurozone*, Centre for European Policy Studies, Commentary. 4 Aprile.

⁴¹ Sul punto ad esempio De Grauwe, P. (2011), *A less punishing, more forgiving approach to the debt crisis in the eurozone*, Centre for European Policy Studies, Policy Brief, n. 230, Gennaio, che a p.1 parlando della dissuasione dell'azzardo morale, afferma che «it works only when these agents [banks] know they are doing something wrong that is subject to punishment. If they are not aware that they are committing an offence, the threat of punishment will not discipline them. During the good years prior to the crisis, few people realised that they were doing something wrong that would lead to punishment. Private investors were blinded by euphoria and did not see the risks. Bankers took excessive risk because they massively underestimated it. This underestimation had two dimensions. First, bankers underestimated the risk on their own balance sheets and second, they did not take into account the systemic risks they created by over-leveraging. They were driven to do this by the sense of euphoria that infused the bubble and boom periods and that blinded almost everybody, including the supervisors, from seeing the risks. So having the punishment would not have changed their behaviour». Il clima di incomprendimento circa l'approssimarsi di gravi tensioni sui mercati finanziari è peraltro ben descritto (il clima appunto, senza alcuna pretesa di realtà narrativa) dall'ormai celebre libro *The Big Short: Inside the*

di questo tipo tuttavia, che certamente coglie del vero, risulterebbe ugualmente sterile ai fini del *policy design*, dal momento che se ci si limita ad affermare che gli operatori possono non avere contezza del rischio, allora qualsiasi tipo di dissuasione potrebbe rivelarsi inefficace.

Ipotizziamo allora che gli operatori, complice una normativa oggi più stringente sul ruolo del rischio nell'adeguatezza patrimoniale⁴², siano più preparati che in passato a non perdere la testa di fronte ad un andamento positivo dei mercati finanziari o almeno ad avere piena coscienza dei rischi che si assumono, anche se agiscono strategicamente. Nel confronto fra salvataggi interni ed esterni apparirà allora più utile domandarsi se attraverso questi ultimi non sia davvero mai possibile ridurre l'azzardo morale. Invero per quanto attiene a questo punto, può soccorrere l'analogia addotta all'inizio del presente capitolo con le ristrutturazione dei debiti sovrani, in cui il problema dell'azzardo morale era pervasivo⁴³. Prima che si cominciasse a parlare di qualsiasi forma di coinvolgimento del settore privato, la prima soluzione che fu trovata all'azzardo morale (e che fu poi concretamente adottata) fu quella di subordinare prestiti a precise condizionalità⁴⁴. Il discorso potrebbe quindi essere riversato dalle crisi del debito alle crisi bancarie, dietro comunque la precisazione che si non si sta parlando di tutti quei casi di crisi sistemica, eventualmente per tramite delle banche centrali⁴⁵ o di un *backstop* fiscale pubblico⁴⁶; bensì del singolo ente o gruppo in «tempi normali» in prospettiva di quanto potrebbe accadere nel caso dovesse andare incontro a dissesto per

Doomsday Machine di Michael Lewis, da cui è stata tratta l'omonima pellicola «La Grande Scommessa», regista Adam McKay. Tale clima generalizzato di euforia, incurante per la crescita del rischio, è descritto come matrice comune di ogni crisi finanziaria nell'ormai classico Kindleberger C.P. et Aliber R.Z., 1978, *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*. Palgrave Macmillan, Palgrave Macmillan, Basingstone, UK.

⁴² Sull'importanza della regolazione per una buona comprensione da parte degli operatori, si veda Masera R., 2011, *Taking the moral hazard out of banking: the next fundamental step in financial reform*, articolo pubblicato in «PSL Quarterly Review», Vol. 64, n. 257, pp. 105 - 142. Si tenga conto del fatto che l'autore fu membro di quel famoso comitato presieduto da Jacques De Larosière di cui abbiamo parlato nel capitolo I.

⁴³ *Ex multis* vd. Atkeson A., 1991, *International lending with moral hazard and risk of repudiation*, articolo pubblicato su «Econometrica: Journal of the Econometric Society», Vol. 59, n. 4, pp. 1069 - 1089; Corsetti G. et Guimaraes B. et Roubini N., 2006, *International lending of last resort and moral hazard: A model of IMF's catalytic finance*, in «Journal of Monetary Economics», Vol. 53, n. 3, pp. 441 - 471.

⁴⁴ Sul punto e senza pretesa alcuna di esaustività e con diverse prospettive si veda Santiso C., 2001, *World Bank and good governance: good governance and aid effectiveness: the World Bank and conditionality*, articolo apparso su «Georgetown Public Policy Review», Vol. 7, pp. 1 - 137; Drazen A., 2002, *Conditionality and ownership in IMF lending: a political economy approach*, articolo contenuto in «Economic Review», Fondo Monetario Internazionale, Vol. 49, n. 1, pp. 36 - 67; Stone R.W., 2008, *The scope of IMF conditionality*, pubblicato su «International Organization», Vol. 62, n. 4, pp. 589 - 620.

⁴⁵ Sulla teoria del *lender of last resort* in rapporto alle crisi bancarie si rimanda *ex multis* a Goodhart C.A.E., 1999 *Myths about the lender of last resort*, articolo contenuto in «International Finance», Vol. 2, n. 3, pp. 339 - 360; Goodhart C.A.E. et Illing, G., a cura di, 2002, *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort: A Reader*, Oxford University Press, Oxford, UK; Rochet J. C. et Vives X., 2004, *Coordination failures and the lender of last resort: was Bagehot right after all?*, articolo apparso su «Journal of the European Economic Association», Vol. 2, n. 6, pp. 1116 - 1147.

⁴⁶ Al momento alle funzioni di *backstop* parrebbe poter rispondere l'erigendo Fondo Monetario Europeo, di cui da ultimo la Commissione Europea si è occupata nella Comunicazione COM 2017/827. In argomento vd. Crosetti S., 2017, *Riparare il tetto dell'Euro: la proposta di un Fondo Monetario Europeo*, in «Amministrazione in Cammino», 29 Dicembre.

condotte imprudenti. In linea di principio anche in questo caso il sostegno pubblico potrebbe essere subordinato a precise condizioni fissate *ex ante*, che collimino nella sostanza con gli effetti sull'amministrazione che si cercano di ottenere attraverso il salvataggio interno. Certo poi su come predisporre tali condizionalità vi sarebbe sicuramente da discutere, anche perché il rischio sarebbe duplice: se troppo strette rischierebbero a loro volta di sortire effetti pro-ciclici, se troppo lasche finirebbero per non porre nessun disincentivo credibile all'azzardo morale. Sotto questo profilo pertanto appare certamente per semplicità preferibile il salvataggio interno, sebbene per contro non si ponga come unica strada praticabile per il contenimento dell'azzardo morale.

4. Non perdere l'equilibrio: considerazioni conclusive

Che cosa quindi possiamo concludere dalle riflessioni dianzi percorse? Certamente esiste un problema irrisolto nel coordinamento dei molteplici obiettivi legati al salvataggio interno, che non sembra peraltro poter addivenire presto ad una sua sistemazione.

Se tuttavia queste righe un'intenzione avevano, era quella di mostrare come discorrendo di salvataggio interno occorra evitare qualsiasi atteggiamento pregiudiziale. Difficilmente lo strumento si rivelerà completamente fallimentare o lesivo della tutela del risparmio, come alcuni credono, ma nemmeno potrà rivelarsi il migliore rimedio contro comportamenti opportunistici, come altri - sempre di meno per la verità - credono.

D'altro canto le stesse autorità di risoluzione - emblematici i casi italiani - si sono mostrate piuttosto restie, conscie probabilmente delle questioni spinose legate allo strumento, nell'applicarlo *sic et simpliciter* come previsto dalla BRRD.

La speranza è quindi quella per cui, a più di due anni ormai dall'entrata in vigore delle nuove norme, non si spenga la riflessione sulle tecniche di risoluzione delle crisi bancarie, dietro la convinzione viziata del più ingenuo induttivismo, per cui superati gli anni di crisi del debito, il fallimento isolato di un intermediario non rappresenti una seria minaccia per la stabilità finanziaria. Al contrario, occorre rimanere vigili perché per quanto concerne le crisi bancarie, se anche il salvataggio interno reca qualche pecca di calibrazione, siamo noi a non doverci far prendere da troppo facili euforie da «acqua passata» o in altre parole a non perdere l'equilibrio.