

## Come dividere il grano dal loglio nel caso dei possessori di obbligazioni subordinate delle banche *di Emilio Barucci*

05/05/2016 11:01

La scorsa settimana il Governo ha finalmente varato i criteri per gli indennizzi dei possessori di bond subordinati di Banca Etruria, Banca delle Marche, Cassa di Risparmio di Ferrara e di Chieti. I commentatori si sono divisi tra coloro che gridano allo scandalo in quanto non tutti i risparmiatori saranno indennizzati e coloro (tra questi il Presidente Renzi) che sostengono che si sia fatto il meglio possibile. Nonostante il ritardo accumulato, la ragione sta più con i secondi che con i primi. Vediamo perché.

Partiamo da una constatazione: è molto difficile distinguere il risparmiatore truffato da quello incauto o ignorante che ha investito non valutando pienamente i rischi puntando su un elevato rendimento. D'altro canto, mentre è giusto salvaguardare i primi, non sembra opportuno fare altrettanto per i secondi. Occorre infatti ricordare (cosa mai sottolineata) che ogni forma di salvaguardia dei possessori di obbligazioni è a carico della collettività o meglio del sistema bancario (che contribuisce al Fondo di solidarietà per gli indennizzi) che scaricherà i costi sull'azionista o sui clienti.

L'intervento del Governo va valutato nel merito circa la sua capacità di distinguere (grossolanamente) il grano (i truffati) dal loglio (gli incauti) essendo consci del fatto che qualunque regola sia stabilita ci sarà sempre un risparmiatore premiato o penalizzato al di là dei suoi meriti.

La procedura di indennizzo è chiara:

- Rimborso automatico e forfettario per chi aveva sottoscritto (con la banca stessa) i bond subordinati delle quattro banche prima del 12 giugno 2014 (data di pubblicazione della direttiva Ue sulle risoluzioni bancarie) nel caso di un reddito non superiore ai 35 mila euro o di un patrimonio mobiliare inferiore ai 100.000 euro. Il rimborso sarà nella misura del 80% dell'investimento al netto di oneri e spese connessi all'acquisto e della differenza tra il rendimento ottenuto e un BTP benchmark.
- Per coloro che non rientrano nelle condizioni di cui sopra (acquisto successivo al 12 giugno 2014, acquisto sul mercato secondario, patrimonio superiore a 100.000 euro e reddito superiore a 35 mila euro) si apre la strada dell'arbitrato presso l'Autorità Nazionale Anti Corruzione.

Le risorse per gli indennizzi vengono da un Fondo di solidarietà

a livello di sistema bancario che non avrà un limite (inizialmente posto a 100 milioni) evitando così di salvaguardare solo chi farà domanda per primo.

Ricostruiamo la vicenda.

Circa 12.000 risparmiatori hanno investito in obbligazioni subordinate delle quattro banche avendo (di solito) sottoscritto un contratto e un questionario che doveva accertare la loro idoneità ad acquistare i titoli. Governo e Banca d'Italia sono intervenuti a fine 2015 per risolvere la crisi delle quattro banche applicando per la prima volta la procedura prevista a livello europeo di risoluzione di una banca che non è più in grado di andare avanti (il cosiddetto bail-in). Secondo questa procedura, si provvede nell'ordine all'azzeramento del valore delle azioni, dei bond subordinati, dei bond senior e infine dei depositi per la parte eccedente 100.000 euro. L'applicazione del bail-in alle quattro banche è stata soft: grazie all'intervento del sistema bancario, che ha messo in sicurezza un milione di correntisti e di obbligazionisti senior (per 12 miliardi di euro), soltanto 31 bond subordinati per un totale di circa 800 milioni sono stati azzerati: 10.559 clienti delle quattro banche, che hanno investito in queste obbligazioni (per 329 milioni), più 1.900 investitori, che li hanno acquistati sul mercato secondario (per 102 milioni), hanno visto il loro investimento andare in fumo.

I meriti dell'intervento sono indubbi ma c'è stata una leggerezza imperdonabile: sottovalutare le pratiche aggressive di collocamento adottate dalle banche. Quando c'è da collocare titoli della stessa banca, le pratiche commerciali entrano in una zona grigia. Si va dall'affidamento di un mutuo generoso a condizione che una parte venga destinata all'acquisto di bond alla artefatta rappresentazione dei rischi (di credito e di liquidità) senza esplicitare che la cedola dei bond sia ben inferiore a quella che la banca avrebbe dovuto corrispondere ad un investitore qualificato.

La risposta del Governo è tardata a lungo. Il problema è che la Commissione Europea storciva il naso verso indennizzi generalizzati. Occorreva un intervento selettivo che salvaguardasse i clienti effettivamente raggirati e non premiasse i clienti che hanno fatto un investimento consapevole (o meno) accettando un rischio elevato. Distinguere il grano dal loglio appunto.

Il raggirio con ogni probabilità ha riguardato i titoli collocati in emissione piuttosto che quelli acquistati sul mercato secondario. Si tratta di 10.559 clienti, di questi (fonte MEF):

- 1.010 clienti (per un controvalore di 27,4 milioni) avevano presso la banca un patrimonio finanziario inferiore a 100.000 euro, di cui più del 50% impegnato in obbligazioni subordinate
- 1.484 clienti (per un controvalore di 93,4 milioni) avevano

presso la banca un patrimonio finanziario inferiore a 100.000 euro impegnato in obbligazioni subordinate per una quota variabile tra il 30 e il 50%, oppure avevano un patrimonio finanziario superiore a 100.000 euro impegnato in obbligazioni subordinate per una quota superiore al 30%

- 8.065 clienti (per un controvalore di 208,4 milioni) avevano presso la banca un patrimonio finanziario superiore a 100.000 euro impegnato in obbligazioni subordinate per una quota fino al 30%.

Le stime del MEF riportano che circa la metà dei risparmiatori potranno accedere al rimborso automatico mentre l'altra metà potrà battere la strada dell'arbitrato. Alla luce dei dati di cui sopra (manca un'informazione sul reddito) la stima non convince del tutto in quanto la maggior parte dei risparmiatori ha un patrimonio superiore a 100.000 euro.

Secondo gli studi di finanza, si può presumere che un investitore sia tanto più consapevole ed esperto quanto più ha studiato e quanto più è facoltoso (per ricchezza o per reddito), inoltre un investimento diversificato risponde maggiormente alla logica di un investimento oculato.

Alla luce di queste considerazioni, cosa possiamo dire dei criteri individuati dal Governo per l'indennizzo automatico? In primo luogo, quello di salvaguardare gli obbligazionisti che hanno sottoscritto i titoli in sede di primario ha una sua logica in quanto gli investimenti effettuati sul mercato secondario sono con minore probabilità oggetto di "truffa". Quanto ai limiti sul reddito o sulla ricchezza essi vanno nella giusta direzione nella presunzione che il risparmiatore che si colloca sotto le soglie sia poco esperto di finanza. Senza scordare che un arbitrato è costoso e quindi può essere più facilmente sostenuto da parte di chi ha un patrimonio significativo. Discriminare a seconda del titolo di studio non era possibile, piuttosto sarebbe stato corretto introdurre anche una soglia sulla diversificazione dell'investimento che premiasse i portafogli diversificati.

Se le stime sui risparmiatori indennizzati in automatico rispondono al vero si può ben dire che l'intervento del Governo appare equilibrato, la perdita del 20% sull'investimento appare come un costo forfettario che tutti i risparmiatori debbono sostenere per il loro comportamento incauto (che comunque c'è stato). Si corre piuttosto il rischio di premiare non solo i raggirati ma anche chi è stato avventato. Per gli altri rimane aperta la strada dell'arbitrato, molto peggio è andata agli azionisti che hanno perso tutto senza appello.

In definitiva la logica deve essere che si tutela il risparmiatore che è stato truffato e non semplicemente chi ha perso del denaro.

---

## Banca d'Italia: pubblicate modifiche alle disposizioni in materia di sanzioni e procedura sanzionatoria amministrativa

05/05/2016 10:53

Con provvedimento del 3 maggio 2016, la Banca d'Italia ha modificato le disposizioni in materia di sanzioni e procedura sanzionatoria amministrativa adottate con provvedimento della Banca d'Italia del 18 dicembre 2012. La procedura viene adeguata alle innovazioni introdotte in materia di sanzioni dalla direttiva 2013/36/UE ("CRD IV") e al nuovo assetto derivante dall'avvio del Meccanismo di Vigilanza Unico istituito dal regolamento (UE) n. 1024/2013, che ha attribuito alcuni poteri sanzionatori alla Banca Centrale Europea. Il provvedimento tiene conto dei commenti ricevuti durante la fase di consultazione pubblica nel periodo settembre-novembre 2015.

Le modifiche introdotte dal provvedimento entreranno in vigore decorsi 15 giorni dalla loro pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana e si applicheranno esclusivamente alle violazioni commesse dopo la loro entrata in vigore.

Provvedimento Banca d'Italia del 3 maggio 2016 Resoconto della consultazione

---

## CRR: Pubblicato Parere EBA per la modifica dell'approccio HLBA

05/05/2016 10:49

L'EBA ha pubblicato un Parere, in risposta alle osservazioni formulate dalla Commissione Europea, per la modifica della metodologia HLBA (*Historical look-back approach*) per il calcolo del collaterale addizionale che può essere necessario a fronte di scenari di mercato avversi. Nel mese di dicembre 2015, infatti, la Commissione Europea ha evidenziato alcune criticità riguardanti l'approccio HLBA definito dall'EBA, considerato più conservativo rispetto alla metodologia sviluppata dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria. Al fine di evitare possibili effetti negativi derivanti dalle differenze esistenti tra i 2 approcci, l'EBA ha ritenuto opportuno modificare le disposizioni regolamentari, allineandosi agli standard del Comitato di Basilea.

Comunicato stampa Parere EBA

---

## L'ESMA propone modifica delle disposizioni MiFID II e MiFIR sui prodotti non-equity e sui derivati su commodity

05/05/2016 10:47

L'ESMA ha pubblicato 2 Pareri con i quali propone di apportare delle modifiche alle disposizioni regolamentari (*Regulatory Technical Standards* o RTSs) ai sensi della disciplina MiFID II e del Regolamento MiFIR. I Pareri, formulati in seguito alle osservazioni espresse dalla Commissione Europea, hanno ad oggetto: i) le norme in materia di trasparenza sui prodotti non-equity — tra i quali rientrano obbligazioni, prodotti strutturati, diritti di emissione e contratti derivati — e ii) le disposizioni sui limiti alle posizioni sugli strumenti derivati su

commodity. In particolare, le novità introdotte riguardano:

- La revisione del piano di applicazione graduale del régime di trasparenza previsto per gli strumenti finanziari non-equity;
- La modifica delle metodologie di calcolo e applicazione dei limiti alle posizioni sugli strumenti derivati su merci.

Spetterà ora alla Commissione decidere se approvare le modifiche apportate agli RTS.

Comunicato stampa Parere trasparenza strumenti non-equity  
Annex trasparenza strumenti non-equity Parere limiti posizioni  
commodity derivatives Annex limiti posizioni commodity  
derivatives

## MiFID II e MiFIR: il Coreper (Consiglio UE) approva il posticipo di un anno

05/05/2016 10:43

Il 28 aprile il Comitato dei rappresentanti permanenti (Coreper) ha approvato, a nome del Consiglio, la proposta della Commissione Europea, volta a prorogare di un anno le date di recepimento e di applicazione della Direttiva 2014/65/UE ("MiFID II") e del Regolamento (EU) n. 600/2014 ("MiFIR"). In particolare, la proposta approvata dal Consiglio prevede:

- Lo spostamento del termine entro cui gli Stati membri devono recepire la MiFID II nelle normative nazionali al 3 luglio 2017;
- Il rinvio della data di applicazione della MiFID II e del MiFIR al 3 gennaio 2018.

Secondo l'analisi del Coreper, il rinvio di un anno rispetto alla tempistica originaria si è reso necessario alla luce delle difficoltà tecniche affrontate dai regolatori e dagli operatori di mercato nell'adeguamento alle nuove disposizioni.

Comunicato stampa

## ESMA: pubblicati i risultati del primo stress test sulle CCP europee

05/05/2016 10:41

L'ESMA ha pubblicato i risultati del primo esercizio di stress test condotto sulle controparti centrali (*Central Counterparties* o CPPs) europee ai sensi della disciplina EMIR. I risultati mostrano che, in generale, il sistema di CCP europee può essere considerato in grado di far fronte agli scenari avversi - ma plausibili - proposti per lo stress test. In questo primo esercizio, l'ESMA ha focalizzato l'attenzione sul rischio di controparte (*Counterparty Credit Risk*), rimandando l'analisi delle altre tipologie di rischio agli stress test futuri. Sebbene i risultati possano ritenersi soddisfacenti, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati ha formulato alcune raccomandazioni rivolte alle CCP. Tali raccomandazioni riguardano in particolare:

- La valutazione del merito di credito dei Clearing Members e la necessità di considerare le esposizioni potenziali che possono sorgere dalla partecipazione ad altre CCP;

- Le metodologie di calcolo degli shock di prezzo nel quadro degli esercizi di stress test.

L'ESMA ha inoltre pubblicato un documento di Q&A contenente i dettagli e le procedure seguite per la realizzazione di questo primo stress test.

Comunicato stampa Report ESMA Documento di Q&A

## Il Parlamento Europeo approva il Regolamento sui benchmark finanziari

05/05/2016 10:35

Il Parlamento Europeo ha approvato (505 voti favorevoli, 113 contrari e 31 astenuti) il nuovo Regolamento in materia di indici di riferimento (benchmark) per gli strumenti finanziari. L'obiettivo della disciplina è di migliorare il processo di definizione e la trasparenza degli indici al fine di evitare conflitti di interesse come quelli che hanno portato alle manipolazioni dei tassi LIBOR negli ultimi anni. Il Regolamento individua 3 possibili categorie di benchmark, cui applicare diversi régime di vigilanza in relazione alla loro influenza sulla stabilità dei mercati finanziari:

- Benchmark critici: influenzano gli strumenti finanziari e contratti con un valore medio pari ad almeno 500 miliardi di euro. Altri fattori che possono determinare la "criticità" del benchmark sono il numero dei suoi sostituti e l'effetto che il blocco della sua erogazione avrebbe sulla stabilità dei mercati;
- Benchmark rilevanti: influenzano gli strumenti finanziari o i contratti con un valore medio pari ad almeno 50 miliardi di euro;
- Benchmark non rilevanti: indici che non soddisfano le condizioni per essere inclusi nella categoria precedente.

Il Regolamento definisce inoltre gli obblighi di autorizzazione e di trasparenza che gli amministratori dei benchmark dovranno rispettare. Gli amministratori dei benchmark critici, inoltre, dovranno disporre di una chiara struttura organizzativa, per evitare conflitti di interesse, e sottostare a procedure di controllo definite. Il regolamento sul benchmarking finanziario deve ora essere approvato formalmente dal Consiglio. In seguito, sarà pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell'UE ed entrerà in vigore il giorno successivo alla sua pubblicazione.

Comunicato stampa Regolamento approvato

Direttore: Emilio Barucci.

Redattori: Roberto Baviera, Marco Bianchetti, Michele Bonollo,  
Stefano Caselli, Silvia Dell'Acqua, Giancarlo Giudici,  
Gaetano La Bua, Daniele Marazzina,  
Giulia Mele, Carlo Milani, Aldo Nassigh, Nino Savelli.

© 2016 FinRiskAlert - Tutti i diritti riservati.

Le opinioni riportate negli articoli e nei documenti del sito [www.finriskalert.it](http://www.finriskalert.it) sono espresse a titolo personale dagli autori e non coinvolgono in alcun modo l'ente di appartenenza.

Gli articoli e documenti pubblicati nel sito e nella newsletter FinRiskalert hanno l'esclusiva finalità di diffondere i risultati di studi e ricerche a carattere scientifico. Essi non rappresentano in alcun modo informazioni o consulenza per investimenti, attività riservata, ai sensi delle leggi vigenti, a soggetti autorizzati.

---