



*Dipartimento di Economia e finanza*

*Cattedra di Diritto dei mercati e degli intermediari finanziari corso progredito*

La riforma della regolamentazione bancaria post Covid-19 e per una finanza sostenibile: aspetti normativi ed analisi economica.

RELATORE

Prof.ssa Mirella Pellegrini

CORRELATORE

Prof.ssa Sabrina Bruno

CANDIDATO

Altea Focarelli

Matr. 705981

ANNO ACCADEMICO 2019-2020



## Sommario

<b>Introduzione .....</b>	<b>5</b>
<b>Capitolo 1: La revisione della regolamentazione finanziaria: concorrenza e dimensione delle banche .....</b>	<b>14</b>
1.1. Il ruolo della regolamentazione finanziaria nel contrasto alla pandemia.....	14
1.2 La prima tappa: il “quadro di Basilea 3” – CRD IV/ CRR .....	15
1.3 La seconda tappa: il “Pacchetto Bancario” – CRD V / CRR2.....	23
1.4 Il trattamento contabile e di vigilanza prudenziale dei crediti deteriorati.....	30
1.5 La normativa di emergenza del 2020 .....	41
1.6 Effetto della revisione regolamentare sul capitale delle banche di diversa dimensione .....	44
<b>Capitolo 2: La finanza sostenibile nell’attuazione da parte degli intermediari di diversa dimensione.....</b>	<b>55</b>
2.1 Perché la finanza sostenibile è cruciale per uscire dalla crisi pandemica .....	55
2.2 Definizione di finanza sostenibile: l’Action Plan .....	57
2.3 I Regolamenti europei approvati nell’ambito dell’Action Plan sulla finanza sostenibile.....	60
2.4 Revisione della Direttiva in materia di informazioni non finanziarie (c.d. NFRD).....	66
2.5 Aspetti quantitativi ed economici della crescita del mercato della finanza sostenibile .....	70
<b>Capitolo 3: Un'analisi empirica dell'impatto del Covid-19 sulle banche europee e italiane.....</b>	<b>85</b>
3.1 Obiettivi dell’analisi.....	85
3.2 Dati utilizzati e metodologia di stima .....	88
3.3 Risultati della regressione di base per il periodo di caduta dei corsi .....	92
3.4 Modello integrato con le valutazioni ESG delle banche .....	94
3.5 Stime per il periodo di recupero di valore dei corsi .....	97
<b>Conclusioni. Dimensione degli intermediari bancari ed effetti dell’evoluzione regolamentare.</b>	<b>99</b>
<b>Bibliografia .....</b>	<b>102</b>
<b>Riassunto.....</b>	<b>112</b>



# Introduzione

“Funesto quanto non mai, violento come un ciclone si è abbattuto su noi tutti il coronavirus, seminando morte e determinando una tragica emergenza socio economica”<sup>1</sup>. La crisi economica globale innescata dalla pandemia ha infatti una dimensione senza precedenti. Il Fondo Monetario Internazionale ha stimato per il 2020 una recessione profonda per l’economia mondiale, ossia una caduta del -4,4% del PIL mondiale<sup>2</sup>. Più dell’85% dei paesi dovrebbero registrare una contrazione del PIL. Di fronte a una crisi sanitaria ed economica di questa portata, i *policy maker* hanno adottato misure straordinarie per proteggere le persone, l’economia e il sistema finanziario<sup>3</sup>. Nonostante la dimensione delle misure intraprese, le prospettive di ripresa permangono altamente incerte. In ogni caso, il livello della produzione globale rimarrà al di sotto dei livelli precedenti alla crisi per alcuni anni.

La risposta rapida, aggressiva e ampia della politica economica ha però contenuto i danni immediati. Le banche centrali hanno allentato la politica monetaria in tutto il mondo, con un’espansione dei loro bilanci di quasi 7,5 trilioni di dollari nei paesi del G10<sup>4</sup>. Le banche centrali hanno spinto i rendimenti reali ai minimi storici, alimentando una ripresa delle attese di inflazione, che però ancora permangono al di sotto dei livelli pre-Covid, mentre i rendimenti nominali erano molto bassi già prima della diffusione del virus. La politica fiscale di tutti i paesi ha fornito un sostegno sostanziale alle famiglie e alle imprese: il Fondo Monetario Internazionale stima che oltre 12 trilioni di dollari, pari al 12% del PIL, siano stati effettivamente spesi dai governi a livello globale per sostenere le economie<sup>5</sup>.

La pandemia ha colpito tutto il sistema economico ma in alcuni ambiti, quali ad esempio il comparto aereo, l’alberghiero, l’energia e il settore finanziario, l’impatto è stato drammatico, come risultato del crollo della domanda di consumi intervenuta a seguito delle misure introdotte per contrastare l’espansione del virus. Altri settori, invece, come la tecnologia dell’informazione, la vendita a distanza, il farmaceutico, hanno addirittura beneficiato del distanziamento sociale. In generale, lo shock Covid-19 è stato particolarmente

---

<sup>1</sup> Cfr. Capriglione (2020), “La finanza al tempo del coronavirus”, in Rivista trimestrale di diritto dell’economia, 1, 2020, p.2.

<sup>2</sup> IMF (2020a), “World Economic Outlook, October: A Long and Difficult Ascent”, October, disponibile: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>.

<sup>3</sup> Il Fondo Monetario Internazionale ha adottato un monitoraggio degli interventi adottati nei vari paesi e le informazioni sono disponibili: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>. Inoltre l’FMI fornisce assistenza finanziaria e aiuti per il servizio del debito ai paesi, in particolare quelli meno sviluppati, più duramente impattati dalla pandemia, mettendo a disposizione circa \$250 miliardi, un quarto della sua capacità complessiva di prestito che è pari a \$1.000 miliardi. Informazioni di dettaglio sono disponibili: <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/COVID-Lending-Tracker>.

<sup>4</sup> IMF (2020b), “Global Financial Stability Report: Bridge to Recovery” October, disponibile: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020>.

<sup>5</sup> IMF (2020c), “Fiscal Monitor Policies for the Recovery”, October, disponibile: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>.

dannoso per le PMI che sono concentrate in settori ad alta intensità di contatto. Ciò è particolarmente rilevante per l'Europa, e ancor più per l'Italia, dove le PMI rappresentano più della metà della produzione totale e circa due terzi dell'occupazione e si affidano quasi interamente al finanziamento bancario.

La quota di imprese che hanno dovuto aumentare il debito perché non avevano ricavi per coprire le spese è aumentata bruscamente in tutti i Paesi<sup>6</sup>. Approfittando del massiccio allentamento delle condizioni monetarie e finanziarie, le imprese hanno intensificato l'emissione di obbligazioni e hanno anche aumentato i prestiti delle banche, per far fronte alle carenze di liquidità, per rifinanziare il loro debito, o per costruire risparmio precauzionale di cassa. Gli spread sulle obbligazioni societarie sono scesi al di sotto della loro media storica sia nel comparto investment grade, sia in quello high yield, nonostante il numero di declassamenti si mantenga elevato e i tassi di insolvenza siano significativamente aumentati<sup>7</sup>. Grazie all'aumento del valore dei corsi, il 90% dei titoli a reddito fisso in essere offrono rendimenti nominali pari o inferiori al 2% e il rendimento reale medio di un paniere di 17 attività finanziarie globali si attesta a 0,8 deviazioni standard dalla media di lungo termine<sup>8</sup>.

Con ogni probabilità, senza l'allentamento monetario e le facilitazioni sui prestiti bancari, le imprese non finanziarie sarebbero state interessate da un fortissimo aumento dei fallimenti. Si è quindi evitato, almeno per il momento, quanto avvenuto nella crisi del 2008 quando, invece, si era osservata una significativa e diffusa contrazione dei finanziamenti alle imprese e un severo credit crunch.

Tuttavia, i rischi di solvibilità delle imprese possono ripresentarsi nel prossimo futuro. Molto dipenderà dall'evoluzione della pandemia e dalla capacità dei *policy maker* di mantenere condizioni di finanziamento accomodanti e di continuare a fornire il sostegno fiscale alle imprese fino a quando si sarà tornati a condizioni normali. D'altra parte, però, ciò può determinare un ulteriore indebitamento, consentendo a imprese insolventi di sopravvivere per anni e determinando una grave distorsione nell'allocazione efficiente dei finanziamenti. Esiste quindi un trade-off tra il sostegno a breve termine e i rischi di stabilità macro-finanziaria a medio termine.

Per il prossimo futuro esistono tre grandi incognite sulla sostenibilità del debito privato accumulato durante il 2020 che potrebbero rendere ancor più difficile ottimizzare il trade-off.

---

<sup>6</sup> IMF (2020b), "Global Financial Stability Report: Bridge to Recovery" October, disponibile: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020>.

<sup>7</sup> Banca d'Italia (2020), "Rapporto sulla stabilità finanziaria", Numero 2, Novembre, disponibile: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2020-2/index.html>.

<sup>8</sup> ECB (2020), Financial Stability Review, November, disponibile: <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202011~b7be9ae1f1.en.html#toc5>.

La prima, ovviamente, discende dalla eventualità che la pandemia continui e che ciò richieda *lockdown* parziali e un distanziamento sociale prolungato nel tempo, con le immaginabili conseguenze economiche. Se la ripresa ritardasse ulteriormente, le insolvenze potrebbero aumentare bruscamente e diventare più diffuse. Aumenterebbero gli spread nei mercati del credito e si registrerebbe un inasprimento delle condizioni finanziarie. Allo stesso modo, politiche di sostegno interrotte troppo velocemente potrebbero indurre gli operatori finanziari al repricing del rischio di credito, oggi su livelli storicamente bassi, soprattutto se si tiene conto che mai nella storia recente si era registrata una così accentuata caduta del prodotto.

La seconda incognita riguarda l'aumento del livello del debito pubblico osservato in tutti i Paesi. Nel 2020, i disavanzi di bilancio principali nelle economie avanzate saranno cinque volte superiori a quelle del 2019; nel complesso, il rapporto tra debito pubblico e PIL supererà nel 2020 il 100 per cento del PIL, il valore più alto di sempre<sup>9</sup>. Nelle previsioni, il debito pubblico in rapporto al PIL dovrebbe generalmente stabilizzarsi nel 2021, ad eccezione degli Stati Uniti e della Cina. Una politica monetaria accomodante potrebbe provare a spingere ancora al ribasso i tassi di interesse, riducendo così le preoccupazioni di sostenibilità dei livelli più elevati di debito/PIL. Tuttavia, alcuni studi<sup>10</sup> argomentano che si possa innescare un circolo vizioso tra l'elevato debito pubblico e il premio di rischio: infatti, i costi di finanziamento del settore privato sono legati al premio di rischio sovrano e un forte aumento del rischio sovrano potrebbe avere effetti molto negativi.

La terza incognita ha a che fare con la capacità delle banche e degli intermediari finanziari di affrontare per un periodo prolungato uno shock all'economia così profondo. Grazie alle riforme normative che erano seguite alla crisi finanziaria globale, le banche sono entrate nella crisi COVID-19 con buffer di capitale e liquidità molto più consistenti rispetto al 2008. Politiche mirate a sostenere i debitori e incoraggiare le banche ad utilizzare la flessibilità prevista dalle normative sono state indispensabili per tenere bassa nel 2020 l'incidenza dei fallimenti<sup>11</sup>. Alla fine di agosto 2020, i prestiti oggetto di garanzia pubblica rappresentavano il 7% del totale dei prestiti alle imprese non finanziarie, quelli in moratoria addirittura il 15%<sup>12</sup>.

Tuttavia, i fallimenti e la disoccupazione potrebbero salire rapidamente quando le autorità inizieranno a ritirare il sostegno economico e, in ogni caso, i fallimenti e la disoccupazione hanno un picco con un ritardo

---

<sup>9</sup> IMF (2020c), "Fiscal Monitor Policies for the Recovery", October, disponibile: <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>.

<sup>10</sup> Si vedano, Alcidi, C., and D. Gros (2019), "Public Debt and the Risk Premium: A Dangerous Doom Loop." Centre for European Policy Studies, Brussels, disponibile: <https://www.ceps.eu/ceps-publications/public-debt-and-the-risk-premium/> e Lian, W., A. Presbitero, and U. Wiriadinata. (2020), "Public Debt and r-g at Risk." IMF Working Paper 20/137, International Monetary Fund, Washington, DC, disponibile: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/07/24/Public-Debt-and-r-g-at-Risk-49586>.

<sup>11</sup> Banerjee, R, G Cornelli and E Zakrajšek (2020a): "The outlook for business bankruptcies", BIS Bulletin, no 30, October, disponibile: <https://econpapers.repec.org/paper/bisbisblt/30.htm>.

<sup>12</sup> ECB (2020), Financial Stability Review, November, disponibile <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202011~b7be9ae1f1.en.html#toc5>.

di un anno rispetto alla caduta PIL e rimangono elevati per almeno altri due anni<sup>13</sup>. Le perdite sul credito presso le principali banche, in particolare quelle di rilevanza sistemica, sono aumentati in previsione di un deterioramento della qualità del credito nei primi due trimestri del 2020 e ora superano l'8% del loro capitale<sup>14</sup>.

Per questi motivi, le valutazioni azionarie delle banche – a differenza di quanto avvenuto per il complesso dei listini azionari – sono ben lontane dai valori precedenti la diffusione del virus. In particolare, nell'area dell'euro il *price to book value* delle banche è crollato da valori superiori a 0,8 prima della diffusione del virus a valori intorno a 0,5, per poi risalire, senza però recuperare al 30 giugno i livelli di inizio anno<sup>15</sup>.

L'obiettivo della tesi è investigare nel dettaglio su come le riforme regolamentari seguite alla grande crisi finanziaria e il cambio di paradigma che la finanza sostenibile sta imponendo alle banche e, più in generale, a tutti gli operatori economici abbiano influito sulla capacità di resilienza delle banche rispetto allo shock economico determinato dalla pandemia.

Nello specifico, la domanda di ricerca che guida il dipanarsi del lavoro, è verificare se, ed eventualmente come, le riforme della regolamentazione prudenziale e quelle che accompagnano il piano della Commissione Europea sulla finanza sostenibile possano aver determinato, come effetto collaterale e indesiderato, effetti asimmetrici tra le banche, con una particolare attenzione alla dimensione delle banche. In particolare, si vuole verificare se un effetto – certamente non desiderato – della regolamentazione sia stato quello di creare un campo da gioco “non livellato” tra grandi e piccole banche, con particolare riguardo alle regole di capitale e a quelle legate alla finanza sostenibile,

**Il primo capitolo** presenta e analizza nel dettaglio il lungo e accidentato percorso di riforma regolamentare seguito alla grande crisi finanziaria, nella consapevolezza che, senza questa analisi, è difficile valutare l'impatto dell'allentamento – temporaneo - delle regole deciso nel marzo del 2020 dalla BCE e dalle Autorità europee con il c.d. “quick fix” per contrastare gli impatti negativi sul capitale delle banche.

Nel dettaglio, dopo un paragrafo introduttivo, i paragrafi 2 e 3 illustrano le profonde modifiche normative intervenute nel corso di oltre un decennio che in Europa hanno portato dapprima alla

---

<sup>13</sup>Banerjee, R., E. Kharroubi and U. Lewrick (2020b), “Bankruptcies, unemployment and reallocation from Covid-19”, BIS Bulletin, no 31, October, disponibile: <https://ideas.repec.org/p/bis/bisblt/31.html>.

<sup>14</sup> Ibidem.

<sup>15</sup> Linciano N., V. Caivano, F. Fancello, M. Gentile (2020), “La crisi Covid-19. Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata” CONSOB Occasional Paper, luglio, disponibile: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/rep-Covid-19>.



implementazione di Basilea 3 con l'approvazione della CRD IV<sup>16</sup> e del relativo regolamento di attuazione (Capital Requirements Regulation) CRR<sup>17</sup> e, più di recente, alla loro modifica recata dall'approvazione del c.d. "Pacchetto Bancario", ossia dalla Direttiva CRD V<sup>18</sup> e dal Regolamento CRR2<sup>19</sup>.

Nel quarto paragrafo, sono esaminate le modifiche intervenute nelle regole contabili e, in particolare, del principio IFSR 9 che introduce un approccio prospettico alla valutazione delle perdite su crediti<sup>20</sup>. L'analisi del trattamento via via più rigoroso per i prestiti deteriorati include, poi, le iniziative della BCE, che hanno dettato le regole di secondo pilastro sul livello minimo di accantonamenti atteso per le esposizioni deteriorate<sup>21</sup>, e il Regolamento 630/2019<sup>22</sup>, che modifica le regole di primo pilastro imponendo – ai fini di vigilanza prudenziale – una svalutazione ancor più rapida e severa per i crediti deteriorati originati da prestiti erogati a partire dal 26 aprile 2019<sup>23</sup>.

Nel quinto paragrafo sono, invece, descritte e analizzate le decisioni delle Autorità bancarie europee in risposta alla crisi sanitaria provocata dalla diffusione del virus Covid-19. Durante la turbolenza finanziaria di marzo, la BCE ha rilasciato i buffer di capitale macroprudenziale e allentato i vincoli delle banche sull'uso di liquidità e riserve di capitale<sup>24</sup>; successivamente, è stato approvato il c.d. "quick fix bancario"<sup>25</sup> che, con misure di carattere temporaneo, mira ad attenuare l'impatto immediato degli eventi connessi al coronavirus sul capitale delle banche. Queste misure di sollievo per le banche sono state accompagnate dal divieto di distribuzione dei dividendi.

---

<sup>16</sup> DIRETTIVA (UE) 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE

<sup>17</sup> REGOLAMENTO (UE) N. 575/2013 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 26 giugno 2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012.

<sup>18</sup> DIRETTIVA (UE) 2019/878 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 20 maggio 2019 che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda le entità esentate, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista, la remunerazione, le misure e i poteri di vigilanza e le misure di conservazione del capitale.

<sup>19</sup> Regolamento (UE) 2019/876 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda il coefficiente di leva finanziaria, il coefficiente netto di finanziamento stabile, i requisiti di fondi propri e passività ammissibili, il rischio di controparte, il rischio di mercato, le esposizioni verso controparti centrali, le esposizioni verso organismi di investimento collettivo, le grandi esposizioni, gli obblighi di segnalazione e informativa e il regolamento (UE) n. 648/2012.

<sup>20</sup> Il testo dello standard contabile è disponibile: <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-9-financial-instruments/>.

<sup>21</sup> BCE (2017), "Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)", disponibile: [https://www.banking-supervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance\\_on\\_npl.it.pdf](https://www.banking-supervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.it.pdf) e BCE (2018), "Addendum alle Linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati (NPL): aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per le esposizioni deteriorate", disponibile: [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl\\_addendum\\_201803.it.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl_addendum_201803.it.pdf).

<sup>22</sup> REGOLAMENTO (UE) 2019/630 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 17 aprile 2019 che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda la copertura minima delle perdite sulle esposizioni deteriorate.

<sup>23</sup> A seguito di questa modifica, la BCE ha rivisto il suo c.d. "addendum" per i prestiti concessi prima del 26 aprile 2019.

<sup>24</sup> ECB (2020a), "ECB Banking Supervision provides temporary capital and operational relief in reaction to coronavirus." Press release, 12 March e ECB (2020b), "ECB Banking Supervision provides further flexibility to banks in reaction to coronavirus." Press release, 20 March.

<sup>25</sup> Regolamento (UE) 2020/873 che modifica i Regolamenti (UE) n. 575/2013 (CRR) e (UE) 2019/876 (CRR II) per quanto riguarda alcuni adeguamenti in risposta alla pandemia di COVID-19, con l'obiettivo di massimizzare la capacità delle banche di erogare prestiti e assorbire perdite dovute al coronavirus.

Nell'ultimo paragrafo, dopo aver documentato la fortissima crescita della capitalizzazione bancaria a livello globale dopo la grande crisi finanziaria, viene svolta un'analisi quantitativa originale utilizzando i dati EBA<sup>26</sup> sui bilanci delle banche europee. Questa analisi mostra che in Europa il livello medio di capitalizzazione è aumentato progressivamente fino al 2018. Le banche italiane, caratterizzate alla seconda metà del passato decennio da livelli molto più bassi, dovuti alla difficoltà di ammortizzare le perdite sui crediti, hanno innalzato il loro livello di capitalizzazione anche nell'ultimo biennio, raggiungendo nel 2020 un valore prossimo a quello della media europea. Infine, viene stimato l'effetto dell'allentamento regolamentare, osservato nell'immediatezza dell'introduzione delle regole, ossia utilizzando i dati relativi al secondo trimestre del 2020.

Infine, viene stimata la liberazione di capitale bancario a seguito delle decisioni delle Autorità bancarie europee in risposta alla crisi sanitaria. La stima è pari a circa 30 miliardi (di cui quasi 5 in Italia), un valore significativo ma molto inferiore ai 120 miliardi originariamente previsto dalla BCE<sup>27</sup>. Va però tenuto presente che alcune modifiche del "quick fix" sono divenute operative nella seconda parte del 2020 e che le banche potrebbero non aver utilizzato alcune delle misure previste dalla BCE sia perché non erano necessitate, dato il ritorno a condizioni ordinate dei mercati finanziari, sia per un possibile effetto stigma associato al loro utilizzo. Senza sottovalutare gli effetti dell'allentamento regolamentare, che era sicuramente necessitato e che è stato eseguito tempestivamente e con modalità appropriate, l'esperienza del 2020 dimostra quanto sia ancora necessario riflettere su efficaci strumenti anticiclici e automatici della regolamentazione.

Infine, l'ultimo sottoparagrafo del capitolo 1 tira le fila delle riflessioni – esposte analiticamente in ciascun paragrafo del capitolo – relative agli impatti della recente regolamentazione prudenziale sulla resilienza delle banche rispetto allo shock economico determinato dalla pandemia e sulla capacità concorrenziale delle grandi e piccole banche e i riflessi indiretti sull'economia reale.

**Il secondo capitolo** è, invece, motivato dalla stretta correlazione tra ripresa economica e contrasto ai cambiamenti climatici e analizza il ruolo chiave che la strategia europea di finanza sostenibile svolge per la mobilitazione di investimenti sostenibili. Le banche e gli investitori istituzionali hanno un ruolo fondamentale, sia come finanziatori degli investimenti, sia per la capacità di coinvolgere i risparmiatori. Per le banche, poi, il successo del piano di ripresa economica limiterebbe i rischi di una fortissima crescita dei fallimenti societari e dei prestiti deteriorati.

---

<sup>26</sup> EBA (2020), "RISK DASHBOARD DATA AS OF Q2 2020", disponibile: <https://eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>.

<sup>27</sup> ECB (2020b), "ECB Banking Supervision provides further flexibility to banks in reaction to coronavirus." Press release, 20 March.

La nascita della nuova Commissione presieduta da Ursula von der Leyen ha segnato l'avvio di una fase nuova nel dibattito europeo sulla sostenibilità ambientale. È stato annunciato il Green Deal, che non è soltanto un piano finanziario ma una strategia finalizzata a modificare l'economia europea nei prossimi decenni. La diffusione del virus ha imposto un rallentamento al Green Deal e aperto una forte discussione sulla strategia europea, ma ha anche aumentato la necessità di intervenire con un piano di rilancio delle economie sconvolte dagli effetti della pandemia<sup>28</sup>.

Nel luglio 2020 è stato definitivamente approvato il Piano Next Generation EU – in Italia, più noto come Recovery Fund – che ha l'obiettivo di mobilitare 750 miliardi e potenziare il budget per attuare le politiche ritenute necessarie per contenere gli impatti economico-sociali della crisi sanitaria Covid-19 e per avviare la ripresa. Per rendere vincolanti gli obiettivi del Green Deal è stata imposta la condizione che almeno il 30% di Next Generation EU e del budget 2021-2027 sia speso per conseguire gli obiettivi climatici assunti con l'Accordo di Parigi. È uscito così rafforzato il consenso politico per proseguire nel percorso della transizione green.

Il successo di questa iniziativa, che si aggiunge agli acquisti di attività effettuati dalla BCE nell'ambito del nuovo programma di acquisto di emergenza pandemica (PEPP) e ad altri strumenti varati nel 2020, ha quindi, non solo un ruolo cruciale per garantire una ripresa economica più equilibrata tra i paesi dell'UE e il raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità, ma anche per evitare un avvistamento tra crisi economica e crisi finanziaria.

In particolare, il secondo paragrafo analizza nel dettaglio il Piano di Azione della Commissione Europea sulla "Finanza sostenibile"<sup>29</sup>, mentre il terzo esamina le previsioni contenute nei tre regolamenti<sup>30</sup> già approvati e direttamente applicabili negli Stati dell'Unione. Si tratta, in particolare, del regolamento "disclosure" che disciplina le informazioni che le società di gestione del risparmio debbono fornire agli investitori su come le informazioni ESG sono incorporate nei loro prodotti e nelle loro decisioni di

---

<sup>28</sup> Più in generale, Faiella, I. e F. Natoli (2020), "The Covid-19 Crisis and the Future of the Green Economy Transition", [https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2020/2020.06.17-FaiellaNatoli\\_BdI\\_Covid\\_notes.pdf](https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2020/2020.06.17-FaiellaNatoli_BdI_Covid_notes.pdf) argomentano che è difficile prevedere se la pandemia accelererà o frenerà la transizione verde. Da un lato, le energie rinnovabili sembrano essere più resilienti nell'attuale contesto e ciò potrebbe rafforzare la preferenza degli investitori per gli investimenti sostenibili, come sembrerebbe dimostrato dagli afflussi di risparmio verso le attività sostenibili. D'altro però, l'incertezza macroeconomica e i cambiamenti nelle abitudini delle famiglie e delle imprese potrebbero mantenere bassi i prezzi del petrolio e, perciò, ridurre gli investimenti verdi, ostacolando l'eliminazione graduale dei combustibili fossili.

<sup>29</sup> COM (2018) 97, Comunicazione della Commissione "Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile" dell'8 marzo 2018.

<sup>30</sup> REGOLAMENTO (UE) 2019/2088 del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari; REGOLAMENTO (UE) 2019/2089 del 27 novembre 2019 che riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica e REGOLAMENTO (UE) 2020/852 del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088.

investimento; del regolamento “benchmark” che, per limitare il rischio di greenwashing, introduce due nuove classi di “benchmark climatici”; del regolamento “tassonomia” che consentirà di distinguere gli investimenti a basso impatto ambientale da quelli che invece rappresentano una potenziale minaccia per il clima, con l’obiettivo di favorire la riallocazione degli investimenti degli investitori verso tecnologie e imprese più sostenibili. Inoltre, nel quarto paragrafo viene sviluppata una riflessione, anche attraverso una review della letteratura, sui criteri e gli obiettivi della revisione della direttiva sulla disclosure non finanziaria (NFRD)<sup>31</sup>

Il quinto e ultimo paragrafo del secondo capitolo documenta dapprima la forte crescita quantitativa della finanza sostenibile nel mondo, che nei suoi due principali comparti, ossia i Fondi di investimento ESG e i green bond, vede una significativa leadership dell’Europa. L’analisi prende poi in considerazione le strategie di investimento, le categorie di asset coinvolti, gli obiettivi degli investimenti. Vengono, successivamente, analizzate le metodologie di attribuzione dei rating ESG, evidenziando che i rating hanno grandi potenzialità in termini di capacità di influenza sui risparmiatori, ma anche che per ora esiste - con riferimento alla stessa società - un’ampia variabilità delle valutazioni. Soprattutto, sembra che i rating siano migliori per le imprese e le banche più grandi, che certamente hanno finora svolto un ruolo proattivo per lo sviluppo dell’economia in un’ottica sostenibile. Le riflessioni su questo argomento concludono il capitolo.

**Il terzo capitolo** mette a fattor comune le analisi dei primi due e compie un’analisi originale sull’andamento nel 2020 dei corsi azionari delle 110 banche quotate dell’area euro. A differenza di quanto accaduto nel 2008 con la grande crisi finanziaria mondiale seguita al collasso della Lehman Brothers, le banche non sono state l’epicentro della crisi. Nonostante il sistema bancario presentasse alla fine del 2019 anche una solida posizione di solvibilità e liquidità, la caduta dei valori azionari delle banche nel marzo 2020 è stata molto superiore a quella del totale del mercato, non solo in Italia ma in tutta Europa e nel mondo; inoltre, la contrazione dei corsi è stata addirittura più profonda di quella osservata nel 2008<sup>32</sup>. Ancora alla fine del 2020 le quotazioni azionarie delle banche non avevano recuperato i valori di dodici mesi prima, anche per il timore dei mercati che le banche soffriranno nel medio termine di una contrazione della redditività e di una forte crescita delle esposizioni deteriorate, a causa di fallimenti e della disoccupazione che potrebbero salire rapidamente quando le autorità inizieranno a ritirare il sostegno economico.

L’analisi empirica vuole identificare le caratteristiche delle banche che hanno sofferto maggiormente della turbolenza finanziaria innescata dal Covid-19 e verificare se queste caratteristiche sono correlate con le criticità della regolamentazione identificate nei primi due capitoli. Ovviamente, un focus particolare è

---

<sup>31</sup> DIRETTIVA 2014/95/UE del 22 ottobre 2014 che riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni.

<sup>32</sup> Aldasoro, Iñaki & Ingo Fender & Bryan Hardy & Nikola Tarashev, 2020. "Effects of Covid-19 on the banking sector: the market's assessment," BIS Bulletins 12, Bank for International Settlements.

concentrato sulla dimensione della banca. Inoltre, e questo è certamente un contributo originale nella letteratura, si prova a verificare nell'analisi empirica l'effetto dei rating ESG sulla valutazione delle banche.

Il capitolo finale conclude, riepilogando i contributi del lavoro.

# Capitolo 1: La revisione della regolamentazione finanziaria: concorrenza e dimensione delle banche

## 1.1. Il ruolo della regolamentazione finanziaria nel contrasto alla pandemia

Come recentemente osservato da Capriglione (2020) il settore bancario gioca un ruolo determinante nel contrasto agli impatti della pandemia sull'economia. *“Tuttavia, sono di intuitiva percezione le difficoltà registrate dalle banche dell'intera eurozona nell'attuale frangente. Esse subiscono, infatti, le ripercussioni negative di un processo degenerativo dell'economia ...; nel nostro Paese tale situazione risulta aggravata dal fatto che ampia parte del tessuto imprenditoriale è costituito da PMI le quali, proprio in ragione della loro ridotta dimensione, sono tra le entità produttive più colpite”*<sup>33</sup>.

Le misure straordinarie intraprese dai governi e dalle Autorità monetarie hanno consentito alle banche di continuare a svolgere il loro ruolo di sostegno all'economia reale; parte del merito è delle riforme intraprese negli anni successivi alla grande crisi finanziaria che le hanno rese più capitalizzate e solide. Come dimostreremo nel corso del capitolo, ciò è, a maggior ragione, vero per le banche italiane che hanno dovuto far fronte negli anni recenti all'enorme ammontare delle partite deteriorate, accumulate dopo la doppia recessione del 2008 e del 2011.

La grande crisi finanziaria globale del 2008 aveva portato alla luce le problematiche in tema di regolamentazione e per questo era stato avviato un imponente processo di revisione della stessa. Da allora il quadro regolamentare è stato quindi profondamente modificato: i prossimi tre paragrafi descriveranno il lungo cammino compiuto, spesso accidentato, che talvolta ha perso di vista due criteri, pur esplicitati nel contesto normativo: la proporzionalità e la gradualità<sup>34</sup>.

Senza la ricostruzione delle principali tappe delle riforme attuate è anche difficile apprezzare e misurare l'effetto reale delle misure regolamentari messe in atto per fronteggiare la pandemia, anche se è immediato condividere la considerazione che *“È evidente come la BCE, intervenendo sull'applicazione delle regole di Basilea, dimostra di aver ben compreso che l'adesione alle prescrizioni suddette assurgono, nell'attuale momento di difficoltà operativa, a presupposto di ulteriori impedimenti alle possibilità di ripresa del sistema”*<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> Cfr. Capriglione, F. (2020), “La finanza al tempo del coronavirus”, in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 1, 2020, p.8.

<sup>34</sup> Cfr. Capriglione (2018), “Finalità della supervisione ed articolazione dei controlli pubblici” in “Manuale di diritto bancario e finanziario” a cura di F. Capriglione Wolters Kluwer – CEDAM p. 145.

<sup>35</sup> Cfr. Capriglione, F. (2020), “La finanza al tempo del coronavirus”, in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 1, 2020, p.20.

In conclusione, dopo la grande crisi finanziaria si è ulteriormente rafforzato l'atipico ruolo del capitale nelle imprese bancarie, ruolo che è molto diverso da quello assolto nelle società ordinarie. Come argomentato da Calderazzi (2020) *“Il capitale sociale, infatti, diventa lo strumento attraverso il quale la banca fronteggia i rischi, in un contesto nel quale gli interessi da tutelare non sono solo quelli degli azionisti o dei creditori, come in tutte le altre attività di impresa, ma interessi più ampi, costituzionalmente tutelati.”* L'altra faccia di questa medaglia è la compressione dell'autonomia delle banche per riequilibrare la tutela degli interessi *“sicché la regolazione diventa criterio ordinatore dell'autorità e della libertà”*.<sup>36</sup>

Naturalmente in un mercato in cui la regolamentazione diventa criterio ordinatore è ancor più necessario valutare con attenzione la relazione tra regolamentazione e concorrenza e, nello specifico di questo lavoro, tra la regolamentazione, competizione tra grandi e piccole banche e le implicazioni sulla solidità agli shock come quella innescata dalla pandemia.

## 1.2 La prima tappa: il “quadro di Basilea 3” – CRD IV/ CRR

È ampiamente condivisa l'interpretazione che la grande crisi finanziaria del 2008 era stata favorita dalle debolezze dell'architettura normativa e dall'incapacità delle autorità di vigilanza di frenare l'accumulo di vulnerabilità e di rischio nel settore finanziario globale. Lautenschläger<sup>37</sup> ha usato l'efficace sintesi: *“i rischi erano troppo elevati, le regole erano troppo morbide e la supervisione era troppo lasca”*.

Nel dicembre 2010 il Comitato di Basilea ha perciò adottato una serie di proposte - note come "quadro di Basilea 3"<sup>38</sup> - sui requisiti patrimoniali in risposta alla crisi finanziaria del 2007-2009. Il quadro prevedeva norme stringenti per rafforzare i requisiti prudenziali per le banche<sup>39</sup>, migliorare la gestione e la governance dei rischi e aumentare la trasparenza per gli operatori del mercato. In estrema sintesi, Basilea 3:<sup>40</sup>

- impone una definizione più restrittiva di capitale comune (Common equity di Tier 1, c.d. CET1);
- aumenta la ponderazione per il rischio di numerose attività (ossia determina un aumento dell'aggregato RWA) e fissa un più elevato requisito minimo di capitale (il valore minimo del c.d. CET1 Ratio - ossia il rapporto tra CET1 e RWA – sale dal 3,5% al 4,5%);

---

<sup>36</sup> Cfr. Calderazzi, R. (2020), La funzione organizzativa del capitale nell'impresa bancaria, DIRITTO DELL'ECONOMIA, Torino, Giappichelli, ISBN: 9788892121171, p.1.

<sup>37</sup> Lautenschläger, Sabin (2018), “Ten years after the crisis – risks, rules and supervision”, disponibile <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp181030.en.html>

<sup>38</sup> Basel Committee on Banking Supervision (2010), “Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari” Dicembre (aggiornamento al giugno 2011), disponibile: [https://www.bis.org/publ/bcbs189\\_it.pqwdf](https://www.bis.org/publ/bcbs189_it.pqwdf)

<sup>39</sup> I requisiti prudenziali, o "requisiti patrimoniali", mirano a stabilire il livello di capitale adeguato che le banche devono detenere per far fronte ai rischi che intraprendono e sono espressi come un rapporto tra la base patrimoniale e le loro attività ponderate per il rischio (Risk Weighted Assets, RWA)

<sup>40</sup> Si veda, Sironi, Andrea (2018) “The Evolution of Banking Regulation Since the Financial Crisis: A Critical Assessment” (November). BAFFI CAREFIN Centre Research Paper No. 2018-103, disponibile: <https://ssrn.com/abstract=3304672> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3304672>

- introduce un approccio di vigilanza macroprudenziale e dispone la costituzione di due nuove riserve: la riserva di conservazione del capitale (CCoB), che aumenta il requisito minimo del 2,5% dell'attivo ponderato per il rischio, e la riserva di capitale anticiclica (CCyB), che lo aumenta di una misura variabile tra lo 0 e il 2,5%;
- mette a punto un coefficiente di leva finanziaria non basato sul rischio, inteso come backstop per i requisiti patrimoniali basati sul rischio;
- stabilisce nuove regole per il controllo e la gestione del rischio di liquidità, istituendo il coefficiente di copertura della liquidità (LCR) e il coefficiente netto di finanziamento stabile (NSFR): infatti, una delle principali critiche a Basilea 2 è stata quella di aver trascurato il tema del rischio di liquidità per le banche, che ad esempio aveva determinato il fallimento di Northern Rock<sup>41</sup>.

Il quadro di Basilea 3 prevedeva quindi un graduale phase-in delle proposte riportato nell'allegato 4 di BCBS (2010)<sup>42</sup> e qui riprodotto nella Tavola 1.1.

Tavola 1.1

### Fasi di applicazione di Basilea 3

(le aree ombreggiate indicano i periodi di transizione; tutte le date decorrono dal 1° gennaio)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Dal 1° gennaio 2019
Indice di leva ( <i>leverage ratio</i> )	Monitoraggio regolamentare		Fase di sperimentazione 1° gennaio 2013 - 1° gennaio 2017 Informativa dal 1° gennaio 2015					Migrazione al primo pilastro	
Requisito minimo per il <i>common equity</i>			3,5%	4,0%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Buffer di conservazione del capitale						0,625%	1,25%	1,875%	2,50%
Requisito minimo per il <i>common equity</i> più <i>buffer</i> di conservazione del capitale			3,5%	4,0%	4,5%	5,125%	5,75%	6,375%	7,0%
Introduzione delle deduzioni dal CET1 (compresi gli importi eccedenti il limite per DTA, MSR e investimenti in istituzioni finanziarie)				20%	40%	60%	80%	100%	100%
Requisito minimo per il patrimonio di base (Tier 1)			4,5%	5,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Requisito minimo per il capitale totale			8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Requisito minimo per il capitale totale più <i>buffer</i> di conservazione del capitale			8,0%	8,0%	8,0%	8,625%	9,25%	9,875%	10,5%
Strumenti di capitale non più computabili nel non-Core Tier 1 e nel Tier 2	Esclusione su un arco di 10 anni con inizio dal 2013								
Indicatore di breve termine (Liquidity Coverage Ratio)	Inizio periodo di osservazione				Introduzione requisito minimo				
Indicatore strutturale (Net Stable Funding Ratio)		Inizio periodo di osservazione						Introduzione requisito minimo	

<sup>41</sup> Shin, Hyun Song (2009), "Reflections on Northern Rock: The Bank Run That Heralded the Global Financial Crisis." *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1): 101-19.

<sup>42</sup> Cfr. Basel Committee on Banking Supervision (2010), "Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari" Dicembre (aggiornamento al giugno 2011), disponibile: [https://www.bis.org/publ/bcbs189\\_it.pdf](https://www.bis.org/publ/bcbs189_it.pdf)



Possiamo in conclusione dire che il Comitato di Basilea ha avuto l'arduo compito di individuare le maggiori criticità in tema di regolamentazione bancaria al fine di rendere più robusto il settore bancario e per assicurare un "level playing field" comune internazionale in tema di regolamentazione bancaria. È bene ricordare, infatti, che Comitato di Basilea è un organismo internazionale che detta linee guida generali, ma che è poi compito di ciascuna giurisdizioni implementare le specifiche norme di attuazione. In Europa, la maggior parte del quadro di Basilea 3 è stata implementata nel diritto dell'UE attraverso il "pacchetto CRD IV", che era composto dalla direttiva CRD IV<sup>43</sup> e dal regolamento CRR<sup>44</sup>. Nel dettaglio, vediamo le principali misure di Basilea 3.

### 1.2.1 Migliorare la qualità e aumentare la quantità di capitale

Le banche sono un pilastro per la solidità e per la tenuta di un sistema economico. Una regolamentazione bancaria troppo lasca in materia di requisiti patrimoniale aveva portato alla luce, fra le diverse fragilità del settore, quella di un capitale insufficiente a coprire le perdite.

Al fine di ovviare a tale criticità si è provveduto: (i) a rafforzare il "common equity Tier 1", c.d. CET1 che è stato portato al 4,5% delle attività ponderate per il rischio, (ii) ad introdurre modifiche per il calcolo del patrimonio netto (ad esempio le imposte differite e gli interessi di minoranza che avevano dimostrato una limitata capacità di assorbimento delle perdite), (iii) ad escludere gradualmente dal capitale regolamentare gli strumenti di capitale innovativi, già valutati dal Comitato come inadeguati.

### 1.2.2 Approccio macroprudenziale: Riserva di conservazione del capitale

La crisi finanziaria del 2008 si era sviluppata nel segmento dei mutui ipotecari ma, attraverso un effetto domino, si era trasmessa tra i diversi settori economici e tra le banche di tutto il mondo. Tale effetto domino è stato certamente favorito dalla globalizzazione dei mercati finanziari, che ha reso sempre più evidente l'interconnessione tra le banche e ha evidenziato la necessità di una vigilanza sul sistema oltre a quella tradizionale sui singoli istituti

L'introduzione di un approccio macroprudenziale alla regolamentazione e alla vigilanza bancaria, a complemento del tradizionale approccio microprudenziale, che si concentra sullo stato delle singole banche, ha risposto a tale criticità ed è una delle innovazioni più importanti di Basilea 3. La distinzione tra i due

---

<sup>43</sup> Direttiva 2013/36/UE del parlamento europeo e del consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE.

<sup>44</sup> Regolamento (UE) N. 575/2013 del parlamento europeo e del consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012.

approcci è spiegata così da Hanson, Kashyap e Stein (2011)<sup>45</sup>: "*Quando la vigilanza microprudenziale chiede a una banca in difficoltà di ripristinare il suo coefficiente patrimoniale, non gli interessa se la banca si adegua tramite un aumento del numeratore o una diminuzione del denominatore, ossia raccogliendo nuovo capitale o riducendo i prestiti. (...) Questa indifferenza nei confronti delle modalità di aggiustamento ha senso se consideriamo un'unica banca in difficoltà. Se, invece, gran parte del sistema finanziario va in difficoltà, è probabile che il tentativo da parte di molte banche di ridurre simultaneamente le attività e i prestiti sia molto dannoso per l'economia*".

Queste diverse prospettive della regolamentazione determinano un potenziale conflitto tra le autorità microprudenziali e macroprudenziali nell'affrontare una recessione. Mentre le prime si adoperano per evitare i fallimenti bancari e quindi saranno più restie all'allentamento dei requisiti patrimoniali, le seconde saranno preoccupate dell'effetto negativo di una stretta creditizia sulla recessione. Esiste quindi un *trade-off*: per avere banche più sicure sono necessarie condizioni di credito più stringenti. È chiaro che massimizzare questo trade-off durante una crisi finanziaria come quella del Covid-19 è molto difficile: le banche dovrebbero, da un lato, erogare più credito ad imprese e famiglie per evitarne il collasso e, dall'altro, una turbolenza finanziaria le provoca ingenti perdite sia nell'immediato che in prospettiva. In tal senso, il disegno istituzionale delle due autorità è fondamentale. Torneremo su questo punto nel contesto della risposta normativa dell'UE alla crisi innescata dal coronavirus.

La prima riserva macroprudenziale introdotta da Basilea 3 è denominata riserva di conservazione del capitale (Capital Conservation Buffer, CCoB) ed è pari a regime al 2,5% dell'attivo ponderato per il rischio, con l'obiettivo di garantire che le banche mantengano un cuscinetto di capitale per assorbire perdite associate a periodi di stress economico e finanziario. In Italia, la riserva di conservazione del capitale è stata introdotta dal gennaio 2014 (Banca d'Italia, 2013<sup>46</sup>) e quindi le banche devono rispettare un livello di capitale di migliore qualità (common equity tier 1) pari al 7 per cento delle attività ponderate per il rischio, di cui 4,5 per cento a titolo di requisito minimo e 2,5 per cento come riserva di conservazione del capitale. Le banche che non dovessero rispettare quest'ultimo requisito non potranno distribuire dividendi, remunerazioni variabili e altri elementi utili a formare il patrimonio regolamentare oltre i limiti prestabiliti e dovranno definire le misure necessarie a ripristinare il livello di capitale richiesto.

Il dubbio sulla efficacia anticiclica del meccanismo deriva dal potenziale problema reputazionale, c.d. effetto stigma: le banche che affrontano un periodo di turbolenza finanziaria crisi cercheranno comunque di

---

<sup>45</sup> Hanson, Samuel G., Anil K. Kashyap, and Jeremy C. Stein. 2011. "A Macroprudential Approach to Financial Regulation." *Journal of Economic Perspectives*, 25 (1): 3-28.

<sup>46</sup> Cfr. Banca d'Italia (2013), Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, recante "Disposizioni di vigilanza per le banche. Disponibile <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c285/Circ-285-al-6agg.pdf>.

evitare che il loro CET1 Ratio scenda al di sotto 7%, perché altrimenti darebbero un segnale di fragilità ai mercati. Realisticamente, la soglia del 7% è diventata il nuovo requisito minimo di capitale e, quindi, il suo effetto anticiclico potrebbe essere assai limitato. Come vedremo successivamente, le banche hanno avuto nel 2020 l'opportunità di ridurre questo buffer di capitale per fronteggiare la pandemia, ma non lo hanno fatto. Più in generale, hanno usato l'allentamento regolamentare in misura significativamente inferiore rispetto a quanto prevedeva la BCE. Il che vuol dire che, sebbene tali riserve siano state ideate come strumenti per ridurre la prociclicità, il loro utilizzo come indici di stabilità da parte degli investitori rende molto difficile per le banche ridurle nei momenti di congiuntura economica negativa.

### 1.2.3 Approccio macroprudenziale: Riserva di capitale anticiclica

Il secondo meccanismo macroprudenziale introdotto dal quadro di Basilea 3 è la riserva di capitale anticiclica, da regolare in funzione della crescita del credito. L'obiettivo primario anche di questo buffer è quello di proteggere il settore bancario da periodi di crescita eccessiva del credito; lo strumento è coerente con l'idea originariamente avanzata da Kashyap e Stein (2004)<sup>47</sup> di un avere regole sul capitale bancario calibrate in funzione dell'andamento del ciclo economico.

Sostanzialmente il capitale minimo richiesto dovrebbe aumentare quando il credito cresce più del suo trend di lungo periodo e, viceversa, diminuire durante le fasi di contrazione di credito. È stata così prevista un'ulteriore riserva di capitale anticiclica (Countercyclical Capital Buffer, CCyB), composta esclusivamente da strumenti di capitale CET1, che l'autorità macroprudenziale nazionale può determinare in un valore compreso tra lo 0% e il 2,5% delle attività ponderate per il rischio. In Italia la riserva è stata introdotta dal gennaio 2016<sup>48</sup>. Per calibrare il buffer, viene richiesto alle Autorità nazionali (in Italia, la Banca d'Italia) di sviluppare una linea guida sul calcolo del c.d. credit-to-GDP gap, indicatore che permette di monitorare il differenziale tra la crescita dell'attività creditizia e la crescita economica del paese<sup>49</sup>. La riserva anticiclica è in genere annunciata con un anno di anticipo, al fine di evitare sorprese improvvise per le banche e i mercati finanziari.

### 1.2.4 Leva finanziaria

L'ampio ricorso alla cartolarizzazione durante la crisi dei mutui subprime aveva cambiato il modello di business delle banche<sup>50</sup> e aumentato il ricorso alla leva finanziaria. La pericolosità di quest'ultima ha

---

<sup>47</sup> Kashyap, A. and J. Stein (2004), "Cyclical implications of the Basel II capital standards," Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives, 28, 18-31.

<sup>48</sup> Banca d'Italia (2015), Applicazione della riserva di conservazione del capitale, disponibile: <https://www.bancaditalia.it/compiti/stabilita-finanziaria/politica-macroprudenziale/riserva-conservazione-capitale/index.html>.

<sup>49</sup> Per la metodologia applicata in Italia, si veda P. Alessandri, P. Bologna, R. Fiori e E. Sette, A note on the implementation of a countercyclical capital buffer in Italy, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 278, 2015.

<sup>50</sup> Dall'approccio "originate and hold" (la banca eroga il mutuo e attende un lasso di tempo prima di recuperare la somma prestata e i relativi interessi) all'approccio "originate and distribute" (la banca eroga il mutuo e lo trasferisce a terzi tramite

indotto, il Comitato di Basilea a definire l'indice di leva come il rapporto percentuale tra il capitale Tier1 e il totale delle attività misurate al valore nominale di una banca (a differenza dei RWA che rappresentano il totale delle attività ponderate per il rischio).

Questo rapporto era stato introdotto come uno strumento di monitoraggio aggiuntivo rispetto ai requisiti basati sui RWA col duplice obiettivo: (i) di limitare la leva finanziaria nel settore bancario, riducendo il rischio che la banca si indebiti eccessivamente e possa, di conseguenza, danneggiare il sistema finanziario e l'economia, (ii) e di introdurre – come misura aggiuntiva – una misura semplice, trasparente, facilmente osservabile dagli operatori di mercato che, a differenza degli altri requisiti basati sulla ponderazione per il rischio, non è soggetta a errori di misurazione o di modello. Come vedremo nel paragrafo 1.2 tale indice è diventato un requisito obbligatorio e non deve essere inferiore al 3%.

#### 1.2.5 Coefficienti di liquidità

I notevoli problemi di liquidità affrontati da molte banche internazionali durante la grande crisi finanziaria hanno convinto il Comitato di Basilea a proporre l'introduzione di due nuove misure prudenziali di vigilanza requisiti che, a differenza dei requisiti patrimoniali, impongono alle banche di detenere una liquidità minima. Sono stati perciò introdotti, dapprima come strumenti di monitoraggio, due nuovi coefficienti di liquidità: il coefficiente di copertura della liquidità e il coefficiente netto di finanziamento stabile.

Il coefficiente di copertura della liquidità (Liquidity Coverage Ratio, LCR) richiede essenzialmente che le attività liquide di una banca coprano le sue fonti di finanziamento instabili (ad esempio, prestiti all'ingrosso a breve termine). L'obiettivo è garantire che una banca mantenga un livello adeguato di attività liquide non gravate e di alta qualità (c.d. High-quality liquid assets, HQLA) e che, durante i periodi di forte stress finanziario, tali HQLA possano prontamente essere convertite in liquidità per far sì che la banca sopravviva per almeno un mese. Alla base della scelta del mese come periodo di riferimento, vi è il convincimento che in questo lasso di tempo possano essere intraprese dalla direzione della banca le necessarie azioni correttive, oppure che le autorità di vigilanza possano disporre interventi (compresa la risoluzione) in modo ordinato.

---

cartolarizzazione, recuperando subito la somma prestata) disponibile: <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>.

Si calcola quindi il rapporto tra una variabile stock (HQLA<sup>51</sup>) e una variabile di flusso (deflussi di cassa attesi nei prossimi 30 giorni in caso di scenario di stress, c.d. COF3S0<sup>52</sup>). Nel 2015, quando questo rapporto è stato introdotto, doveva essere almeno pari al 60% per poi raggiungere gradualmente almeno il 100% nel 2019.

Il coefficiente netto di finanziamento stabile (Net Stable Funding Ratio, NSFR) richiede essenzialmente che le attività illiquide di una banca siano finanziate con fonti di finanziamento stabili (ad esempio capitale proprio o debito a lungo termine). Nella sezione 1.3.2, si tornerà nel dettaglio del calcolo.

#### 1.2.6 Considerazioni sull'impatto di Basilea 3 per le piccole banche e le PMI

In conclusione, abbiamo documentato che ogni misura introdotta in Basilea 3 ha come obiettivo di risolvere un problema specifico sollevato dalla grande crisi finanziaria del 2008, ma è altresì evidente che le banche, per adeguarsi a queste novità, oltre a dover sopportare una ulteriore limitazione della autonomia organizzativa, hanno sostenuto un notevole aumento del capitale da detenere.

Vi sono pochi dubbi che il rafforzamento patrimoniale fosse necessario. Ma vanno valutate con attenzione anche le potenziali conseguenze negative: l'aumento del capitale e del suo costo rende sempre più oneroso per le banche erogare prestiti alle PMI, giudicati troppo rischiosi e non abbastanza liquidi rispetto ad altre forme di impiego. Intesa Sanpaolo ha recentemente stimato che un *“aumento del cost of capital dell'1% genera indicativamente un incremento dei tassi su un prestito a cinque anni che oscilla tra il 10 e i 40 punti base, a seconda della qualità dell'impresa. Questo rincaro, insieme all'introduzione dei principi contabili più stringenti dell'IFRS9 (si veda il Paragrafo 1.4), impatta negativamente sull'offerta di specifici prodotti finanziari come i prestiti non garantiti e i prestiti a medio-lungo termine, due delle principali fonti finanziarie delle Pmi.”*<sup>53</sup>

La prima considerazione direttamente correlata con la domanda di ricerca di questo lavoro muove dalla osservazione che i prestiti alle PMI del territorio sono la specializzazione delle banche regionali e locali, che sono anche caratterizzate – rispetto alle grandi banche – da una maggiore incidenza sul totale dell'attivo delle tradizionali operazioni di prestito e di raccolta. Da un lato, il forte aumento dei requisiti prudenziali rende

---

<sup>51</sup> Il Comitato di Basilea ha fornito un elenco di attività che possono essere classificate come HQLA, distinguendo tra: attività di "livello 1" (qualità superiore) che comprendono liquidità, riserve della banca centrale (nella misura in cui tali riserve possono essere prelevate in periodi di stress), titoli che rappresentano crediti o garantiti da titoli sovrani, banche centrali e enti sovranazionali (Banca dei regolamenti internazionali, Fondo monetario internazionale, Commissione europea) e a attività di "livello 2" che comprendono altre attività come obbligazioni societarie e obbligazioni garantite, ammesse solo a determinate condizioni e con haircut prudenziali.

<sup>52</sup> I deflussi di cassa attesi debbono invece essere calcolati moltiplicando i saldi in essere delle varie tipologie di passività (compresi gli impegni fuori bilancio) per i tassi attesi di prelievo. Ad esempio, i depositi dei clienti dovrebbero essere suddivisi in “stabili” e “meno stabili” sulla base della loro durata storica, dell'esistenza di un sistema di assicurazione dei depositi (che dovrebbe renderli più stabili) e del fatto che siano detenuti in conti nei quali vengono depositati automaticamente gli stipendi.

<sup>53</sup> Cfr. L. Davi (2019) “L'allarme delle banche europee: Basilea 3 un cappio per le Pmi”. Il Sole 24 Ore 19 aprile 2019 disponibile: <https://www.ilsole24ore.com/art/1-allarme-banche-europee-basilea-3-cappio-le-pmi-ABT51kmB>.

certamente più costoso il credito e mortifica il ruolo delle banche di prossimità nel sostegno delle economie locali, sostegno che presenta significativi benefici in termini di produttività ed efficienza del sistema<sup>54</sup>. Dall'altro lato, però, il rafforzamento patrimoniale delle piccole banche le rende più solide rispetto al passato e le costringe a una governance più attenta alle esigenze di sana e prudente gestione. È perciò ragionevole assumere che l'inasprimento dei requisiti patrimoniali abbia reso queste banche meno sensibili alle oscillazioni finanziarie e a shock esogeni sia in termini assoluti, sia in rapporto alle grandi banche.

La seconda considerazione è relativa alla composizione degli strumenti di capitale utilizzabili per assolvere ai requisiti regolamentari. Oltre al CET1, su cui è stata finora concentrata l'analisi, altri strumenti ibridi, quali i prestiti subordinati possono essere emessi per assolvere agli impegni regolamentari.

Un recente lavoro di economisti della World Bank<sup>55</sup>, utilizzando i dati di oltre 20.000 banche in 158 paesi, studia la relazione tra la composizione del capitale delle banche e la loro rischiosità. La conclusione di questo lavoro sottolinea l'importanza di definire in maniera restrittiva gli strumenti ammissibili a copertura degli obblighi regolamentari, per rafforzare realmente la qualità di capitale e ridurre il rischio bancario. Questo è particolarmente vero per le grandi banche che – secondo i ricercatori – hanno più discrezione nel calcolo delle ponderazioni del rischio e sono in grado di emettere una più ampia varietà di strumenti di capitale.

Le banche piccole, oltre ad avere maggiori difficoltà nell'accesso ai mercati finanziari<sup>56</sup>, sperimentano anche una specifica limitazione all'emissione delle azioni e, a maggior ragione, degli strumenti ibridi di capitalizzazione. È ragionevole assumere, quindi, che - anche per questa via - le nuove regole abbiano rafforzato in maniera differenziata le piccole e le grandi banche. In particolare, è ragionevole ipotizzare che le piccole banche possano aver subito un aumento del costo del capitale ben superiore a quello delle grandi: come detto con riferimento all'aumento dei requisiti patrimoniali, le conseguenze sarebbero un marcato indebolimento nella competizione con le grandi banche ma, auspicabilmente, una maggiore resilienza agli shock.

In definitiva, credo si possa affermare senza timori che la regolamentazione condiziona la concorrenza fra banche grandi e piccole, soprattutto se le regole sono applicate in maniera uniforme senza tener conto dei

---

<sup>54</sup> Si veda, tra gli altri, Manaresi F. and Pierri N. (2018), "Credit Supply and Productivity Growth", BIS WP 711, Basel.

<sup>55</sup> Anginer, Deniz and Bertay, Ata Can and Cull, Robert and Demirgüç-Kunt, Asli and Mare, Davide Salvatore, Bank Regulation and Supervision Ten Years after the Global Financial Crisis (October 15, 2019). World Bank Policy Research Working Paper No. 9044, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3485929>.

<sup>56</sup> Cfr. M. Pellegrini (2015) "La funzione delle bcc in un mercato in trasformazione. Ipotesi di riforma e specificità operativa" in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 4 / 2015– SUPPLEMENTO p. 64. In particolare, "Vi è una generalizzata preferenza per la grande dimensione aziendale bancaria, a cui fanno da corollario la possibilità di un migliore accesso al mercato dei capitali, la fruizione di economie di scala, la definizione di linee strategico-manageriali di più sicuro successo. Tale realtà è il portato del processo d'integrazione internazionale che spinge alla creazione di reti di cooperazione globale e di trasferimento efficiente ed efficace di conoscenze e know-how."

differenti modelli operativi. Pertanto, quando l'interesse pubblico prevalente è rafforzare la resilienza delle banche, incidendo sul livello di capitale richiesto e quindi sul costo del capitale, andrebbero trovate le modalità atte a consentire un approccio più bilanciato e proporzionato, per evitare che i piccoli intermediari siano costretti a non erogare più credito ai loro clienti dato un aumento eccessivo e sproporzionato del costo del capitale.

### **1.3 La seconda tappa: il “Pacchetto Bancario” – CRD V / CRR2**

Il cammino della riforma regolamentare però non era ancora concluso e nello specifico occorre analizzare le riforme sviluppate nell'ambito delle disposizioni note come "finalizzazione di Basilea 3" avviate già nel 2012, che sono poi state implementate nel diritto dell'UE con il c.d. Pacchetto Bancario – CRD V/CRR2– approvato definitivamente nel 2019.

Un primo filone di modifiche era originato dalla necessità di meglio specificare il quadro di Basilea 3 – come nel caso della previsione di un livello minimo per l'indice di leva finanziaria – e dall'avvio di una revisione, volta a garantire un'attuazione coerente e contribuire a rafforzare la resilienza del sistema bancario globale. Questo filone è sfociato nelle disposizioni note come "finalizzazione di Basilea III", definitivamente concordate nel dicembre 2017<sup>57</sup>. Contestualmente il Comitato ha iniziato a rivedere il quadro prudenziale per il rischio di mercato, col duplice obiettivo di fronteggiare le carenze normative evidenziate dalla crisi finanziaria e di ridurre la variabilità delle attività ponderate per il rischio di mercato (MRWA) tra le giurisdizioni.

Un secondo filone di sviluppi internazionali – che non è trattato direttamente in questo lavoro – riguardava il quadro di risoluzione per le istituzioni finanziarie. Sulla base dell'enorme quantità di denaro pubblico che molti paesi dell'UE hanno dovuto iniettare nei loro sistemi bancari per salvare le banche, il Consiglio per la stabilità finanziaria (FSB) aveva pubblicato, già nel 2011, un documento che definiva gli elementi fondamentali per ottenere una risoluzione ordinata degli istituti finanziari in difficoltà, preservando la continuità operativa e riducendo al minimo i costi per i contribuenti. Tali elementi sono state incorporati nel diritto dell'UE attraverso la direttiva sul risanamento e la risoluzione bancaria<sup>58</sup>. Per gli Stati membri che

---

<sup>57</sup> BCBS (2017) “Governors and Heads of Supervision finalise Basel III reforms”, Press release, 7.12.2017 <https://www.bis.org/press/p171207.htm>.

<sup>58</sup> Direttiva 2014/59/UE del parlamento europeo e del consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio.

partecipano all'Unione bancaria, tale quadro è stato completato dal Regolamento 806/2014<sup>59</sup> che istituisce un meccanismo di risoluzione unico. Ulteriori sviluppi su questo argomento sono relativi alle banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB): il 9 novembre 2015, FSB aveva pubblicato lo standard TLAC (Total Loss-Absorbing Capacity) che impone ai G-SIB di disporre di una quantità sufficiente di strumenti e passività prontamente disponibili per il bail-in<sup>60</sup>.

Sulla base di questi due filoni di regolamentazione, la Commissione Europea ha presentato un pacchetto di proposte, noto come "Pacchetto bancario"<sup>61</sup>. Uno schema di sintesi (Figura 1.1) delle principali misure di riforma proposte dalla Commissione europea è stato presentato dal prof. Lusignani nel corso dell'indagine conoscitiva del Parlamento italiano presso la Commissione Finanze e tesoro del Senato<sup>62</sup>.

---

<sup>59</sup> Regolamento (UE) N.806/2014, del parlamento europeo e del consiglio, del 15 luglio 2014, che fissa norme e una procedura uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro del meccanismo di risoluzione unico e del Fondo di risoluzione unico e che modifica il regolamento (UE) n.1093/2010.

<sup>60</sup> FSB (2015), "FSB issues final Total Loss-Absorbing Capacity standard for global systemically important banks" Presse release, 9 November 2015, disponibile: <https://www.fsb.org/2015/11/tlac-press-release/>. Al momento di pubblicazione dello standard, la CRD IV stabiliva solo criteri per definire le "istituzioni globali di rilevanza sistemica (G-SII)" nell'UE.

<sup>61</sup> Il Pacchetto era composto dai seguenti documenti: proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda il coefficiente di leva finanziaria, il coefficiente netto di finanziamento stabile, i requisiti di fondi propri e passività ammissibili, il rischio di controparte, il rischio di mercato, le esposizioni verso controparti centrali, le esposizioni verso organismi di investimento collettivo, le grandi esposizioni, gli obblighi di segnalazione e informativa e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 (COM(2016) 850); proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 806/2014 per quanto riguarda la capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione per gli enti creditizi e le imprese di investimento (COM(2016) 851); proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/59/UE sulla capacità degli istituti di credito e delle imprese di investimento di assorbire le perdite e di ricapitalizzare e che modifica le direttive 98/26/CE, 2002/47/CE, 2012/30/UE, 2011/35/UE, 2005/56/CE, 2004/25/CE e 2007/36/CE (COM(2016) 852); proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la classificazione degli strumenti di debito non garantiti nella gerarchia dei crediti in caso di insolvenza (COM(2016) 853); proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda le entità esentate, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista, la remunerazione, le misure e i poteri di vigilanza e le misure di conservazione del capitale (COM(2016) 854); proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo a un quadro di risanamento e risoluzione delle controparti centrali e recante modifica dei regolamenti (UE) n. 1095/2010, (UE) n. 648/2012 e (UE) 2015/2365 (COM(2016) 856).

<sup>62</sup> Cfr Lusignani (2017) "Audizione nel corso dell'indagine conoscitiva del Parlamento italiano presso la Commissione Finanze e tesoro del Senato" del 12 luglio 2017 disponibile: [https://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/17/DOSSIER/0/1036043/index.html?part=dossier\\_dossier1-sezione\\_sezione11-h2\\_h21](https://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/17/DOSSIER/0/1036043/index.html?part=dossier_dossier1-sezione_sezione11-h2_h21).



## Schema del “Pacchetto bancario”

elementi chiave	modifiche proposte	normative da emendare
<b>requisiti di capitale e di liquidità</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ leva finanziaria</li> <li>■ net stable funding ratio</li> <li>■ Pillar2 capital req. &amp; guidance</li> <li>■ introduzione TLAC</li> <li>■ grandi esposizioni</li> <li>■ market risk (fundamental review of trading book)</li> <li>■ approccio standard per il rischio di controparte</li> <li>■ esposizioni vs CCP</li> <li>■ IRRBB (interest rate risk in the banking book)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ CRR</li> <li>■ CRD4</li> </ul>
<b>risoluzione delle crisi bancarie</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ armonizzazione MREL-TLAC</li> <li>■ riconoscimento contrattuale bail-in</li> <li>■ gerarchia dei creditori</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ BRRD</li> <li>■ SRMR</li> </ul>
<b>proporzionalità e misure di sostegno alla capacità di prestito delle banche</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ SMEs supporting factor</li> <li>■ IFRS 9</li> <li>■ reporting e disclosure</li> <li>■ infrastructure exposures</li> <li>■ sistemi di remunerazione</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ CRR</li> <li>■ CRD4</li> </ul>

Fonte: Lusignani “Audizione nel corso dell’indagine conoscitiva del Parlamento italiano presso la Commissione Finanze e tesoro del Senato” del 12 luglio 2017

Con la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale Europea del 7 giugno 2019<sup>63</sup>, è stato definitivamente approvato il c.d. “pacchetto CRD V/CRR2”, coerente con i più recenti standard regolamentari per le banche, fissati a livello internazionale. L’obiettivo è quello completare il processo di regolamentazione, rafforzando i requisiti patrimoniali delle banche, in modo da ridurre gli incentivi per gli istituti finanziari dell’UE ad assumere rischi eccessivi, e preservando nel contempo condizioni di parità con i concorrenti di altre giurisdizioni. Le nuove disposizioni si applicheranno per la maggior parte a partire dal 2021 e, come poi vedremo, si andranno a intersecare con le disposizioni di emergenza emanate per fronteggiare la crisi da COVID-19. I principali punti approvati dal pacchetto riguardano.

<sup>63</sup> Il pacchetto CRD V/CRR 2 rappresenta una revisione completa della disciplina sul capitale delle banche contenuta nella Direttiva CRD4 (Direttiva UE n. 36/2013) e nel CRR (Capital Requirement Regulation - Regolamento 575/2013), che a partire dal 2014 aveva trasposto nell’ordinamento europeo le previsioni di Basilea 3. In particolare, il pacchetto CRD V/CRR 2 è composto da:

- 1) LA DIRETTIVA (UE) 2019/878 del 20 maggio 2019, «che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda le entità esentate, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista, la remunerazione, le misure e i poteri di vigilanza e le misure di conservazione del capitale (CRD V);
- 2) IL REGOLAMENTO (UE) 2019/876 del 20 maggio 2019, «che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda il coefficiente di leva finanziaria, il coefficiente netto di finanziamento stabile, i requisiti di fondi propri e passività ammissibili, il rischio di controparte, il rischio di mercato, le esposizioni verso controparti centrali, le esposizioni verso organismi di investimento collettivo, le grandi esposizioni, gli obblighi di segnalazione e informativa e il regolamento (UE) n. 648/2012 (CRR 2).

### 1.3.1 Coefficiente di Leva Finanziaria

In aggiunta ai requisiti esistenti, la riforma introduce, nella legislazione europea, un requisito di capitale in termini di coefficiente di leva finanziaria, pari al 3% del capitale Tier 1. In altri termini, il capitale regolamentare (Tier 1) deve essere almeno pari al 3% di tutte le attività non ponderate per il rischio (comprese le attività fuori bilancio e i derivati). Per evitare impatti sproporzionati su alcuni modelli di business o linee di business, sono state introdotte alcune esenzioni. In particolare, ciò vale per esempio per i prestiti pubblici da parte delle banche pubbliche di sviluppo e per i crediti all'esportazione garantiti. Inoltre, le autorità competenti possono escludere temporaneamente alcune esposizioni delle banche centrali dalla misura dell'esposizione totale, compensando nel contempo l'impatto dell'esclusione ricalibrando il requisito del coefficiente di leva finanziaria.

### 1.3.2 Net Stable Funding Ratio

Viene prescritto che il rapporto NSFR sia almeno pari al 100%. L'indicatore NSFR è dato dal rapporto tra i finanziamenti stabili disponibili per la banca (AFS, Available Stable Funding) e il finanziamento stabile richiesto (SFR, Stable Funding Required) su un orizzonte di un anno per finanziare attività in bilancio e fuori bilancio. In particolare, il numeratore ASF è calibrato moltiplicando singole componenti del passivo per fattori che riflettono il presunto grado di stabilità<sup>64</sup>. Invece, SFR è ottenuto applicando dei coefficienti alle singole componenti dell'attivo, per fattori che riflettono il presunto grado di liquidità<sup>65</sup>.

### 1.3.3 Rischio di Credito

Un altro importante obiettivo del pacchetto legislativo è quello di rafforzare la capacità delle banche di concedere prestiti all'economia reale. In questa prospettiva:

- il limite di dimensione massima dei prestiti alle PMI che beneficiano di una riduzione dell'onere patrimoniale del 23,81% (applicando cioè il c.d. *SME supporting factor*) è stato aumentato a 2,5 milioni

---

<sup>64</sup> In particolare: • il patrimonio di vigilanza totale e gli altri strumenti di capitale e passività con vita residua effettiva pari o superiore a un anno hanno un coefficiente del 100%; • depositi liberi (a vista) e/o depositi a termine con vita residua inferiore a un anno di clienti al dettaglio e delle PMI hanno un coefficiente del 95% o del 90% in funzione del loro grado di presunta stabilità; • la provvista con vita residua inferiore a un anno fornita da società non finanziarie ha un coefficiente del 50%; • altri tipi di provvista e i derivati passivi al netto dei derivati attivi, laddove i primi siano maggiori dei secondi, hanno un coefficiente dello 0%.

<sup>65</sup> In particolare: • monete e banconote, riserve presso la banca centrale, hanno un coefficiente dello 0%. prestiti non vincolati con vita residua inferiore ai sei mesi a favore di banche sottoposte a vigilanza prudenziale hanno un coefficiente dello 0%; • i titoli negoziabili che rappresentano crediti nei confronti di, o garantiti da, soggetti sovrani dei paesi OCSE hanno un coefficiente dello 5%; • gli altri titoli di Stato, o assimilati, e i titoli di debito societari (inclusa la commercial paper) e le obbligazioni bancarie garantite con rating pari o superiore ad AA- hanno un coefficiente del 15%; • i titoli garantiti da mutui residenziali (residential mortgage-backed securities, RMBS) con rating pari o superiore ad AA e i titoli di debito societari (inclusa la commercial paper) con rating compreso fra A+ e BBB- e le azioni ordinarie quotate in borsa non emesse da istituzioni finanziarie o loro affiliate hanno un coefficiente del 50%; • i mutui residenziali non vincolati con vita residua pari o superiore a un anno hanno un coefficiente del 65%; • gli altri prestiti non vincolati in bonis con vita residua pari o superiore a un anno e le merci negoziate, compreso l'oro, hanno un coefficiente dell'85%; • tutte gli altri attivi e i derivati attivi al netto dei derivati passivi, laddove i primi siano maggiori dei secondi, hanno un coefficiente dello 0%

di euro (in precedenza, 1,5 milioni); la quota di esposizioni che superano tale soglia avrà una riduzione del 15%;

- per il credito finalizzato alla realizzazione di infrastrutture è prevista una riduzione del 25% per gli assorbimenti patrimoniali, purché i progetti infrastrutturali siano conformi a una serie di criteri in grado di ridurre il loro profilo di rischio e migliorare la prevedibilità dei flussi di cassa<sup>66</sup>. In coerenza con il Green Deal, sarà inoltre necessaria una valutazione non vincolante della sostenibilità dei progetti;
- per quanto riguarda i prestiti garantiti dalla cessione di una quota dello stipendio o della pensione, è prevista un coefficiente di ponderazione del 35% (invece del precedente 75%), nel caso in cui la rata del finanziamento non superi un quinto dello stipendio/pensione e la sua durata sia inferiore a 10 anni.

#### 1.3.4 Implementazione dello standard TLAC

La nuova normativa introduce per le banche sistemiche (G-SII) un requisito di primo pilastro (Total Loss Absorbing Capacity, TLAC), ossia l'obbligo di detenere livelli minimi armonizzati di capitale e altri strumenti idonei a sostenere perdite in caso di risoluzione (cioè sottoponibili a *bail-in*). In particolare, il requisito TLAC è pari al 18% dell'attivo ponderato e al 6,75% dell'esposizione rilevante ai fini del calcolo del coefficiente di leva finanziaria. Un requisito analogo è stabilito per le filiali di G-SII non UE.

Con finalità analoghe al TLAC, il quadro di risoluzione dell'UE, costituito dalla BRRD e dall'SRMR, stabilisce dal 2017 il "requisito minimo per i fondi propri e le passività ammissibili (MREL)", che impone alle banche di detenere un livello minimo di strumenti in grado di garantire che le perdite siano assorbite e che le banche siano ricapitalizzate una volta inserite in una risoluzione. L'MREL è un requisito specifico di secondo pilastro stabilito dalle autorità di risoluzione al momento di preparare i piani di risoluzione delle banche.

L'esistenza di due strumenti (MREL e TLAC) con l'obiettivo di ridurre l'esposizione delle banche al rischio di liquidità ha determinato, nel tempo, non pochi problemi di coerenza e di interpretazione (si veda, tra gli altri, Szego<sup>67</sup>, 2016). Solo nell'agosto 2020, l'EBA ha pubblicato i progetti definitivi di norme tecniche (ITS) in materia di divulgazione e rendicontazione dell'MREL e del TLAC<sup>68</sup>. Le informazioni mirano a fornire agli operatori di mercato le informazioni per comprendere la capacità di assorbimento delle perdite della banca e la posizione degli investitori se la banca viene liquidata o risolta. Per massimizzare l'efficienza della

---

<sup>66</sup> Tali criteri sono rappresentate da specifiche condizioni di risk profile e struttura dei cash flow attesi. Tra questi, l'obbligo che la fonte di rimborso dell'esposizione sia rappresentata, per almeno due terzi del suo importo, dal reddito generato dal progetto finanziato.

<sup>67</sup> Szego, Bruna (2016), "MREL e TLAC, i profili normativi", mimeo, disponibile [https://www.bancaditalia.it/media/agenda/2016-10-19\\_seminario-per-giornalisti/](https://www.bancaditalia.it/media/agenda/2016-10-19_seminario-per-giornalisti/).

<sup>68</sup> EBA (2020) "Final draft technical standards on disclosure and reporting on MREL and TLAC", 03 August 2020. Disponibile: <https://eba.europa.eu/eba-publishes-final-draft-technical-standards-disclosure-and-reporting-mrel-and-tlac>

segnalazione e facilitare l'uso delle informazioni da parte delle autorità e degli operatori del mercato, MREL e TLAC sono presentati in modo integrato, sia nei modelli di segnalazione che in quello di divulgazione.

Il progetto definitivo di ITS è stato sottoposto all'adozione della Commissione europea. Le disposizioni sulle informazioni relative al TLAC si applicheranno immediatamente dopo l'adozione e l'entrata in vigore degli ITS. Le disposizioni in materia di pubblicità in materia di MREL si applicano al più presto a partire dal 1° gennaio 2024. La prima data di riferimento per la rendicontazione ai sensi degli ITS è il 30 giugno 2021 sia per MREL che per TLAC.

#### 1.3.5 Altre disposizioni

- Per tenere conto dell'evoluzione del settore bancario in un contesto sempre più digitale, il pacchetto esclude gli investimenti in software dalle attività immateriali detratte dai fondi propri, a condizione che tali investimenti siano valutati con prudenza e siano in grado di assorbire le perdite in caso di risoluzione, insolvenza o liquidazione.
- Al fine di evitare impatti negativi sulla capacità di prestito delle banche delle perdite derivanti da massicce cessioni di crediti deteriorati, viene confermata la possibilità per le banche di compensare parzialmente o completamente l'effetto di tali cessioni sul calcolo della LGD ed è stata, a condizione che siano soddisfatte determinate condizioni ed entro un periodo di tempo predeterminato. A tal fine è stata introdotta una definizione di "smaltimento massiccio".
- In attesa della messa a punto dei lavori del Comitato di Basilea sul rischio di mercato, è stato convenuto di attuare la "revisione fondamentale del trading book" (FRTB) – iniziativa volta ad affrontare le carenze normative svelate dalla crisi finanziaria e a ridurre la variabilità delle attività ponderate per il rischio di mercato (MRWA) tra le giurisdizioni - esclusivamente come requisito di rendicontazione.

#### 1.3.6 Considerazioni sull'impatto della CRD V sulle grandi banche e i rischi finanziari

La definizione del coefficiente di leva finanziaria, l'introduzione del Net Stable Funding Ratio (NSFR) e soprattutto, l'obbligo di detenere livelli minimi di passività sottoponibili a bail-in - inizialmente imposto alle banche sistemiche, con il requisito di primo pilastro (TLAC), ma poi esteso come requisito di secondo pilastro a tutte le banche nella forma del MREL – sono gli strumenti innovativi recati dalla CRD V.

Assieme con le misure finalizzate alla gestione della crisi, che sono fuori dal perimetro di analisi di questo lavoro, questi strumenti hanno l'obiettivo di limitare la capacità delle banche – soprattutto quelle di grande dimensione - di assumere rischi eccessivi nei mercati finanziari. Il fine ultimo di queste normative è, quindi, contrastare i comportamenti improntati all'azzardo morale da parte delle banche emersi con la grande crisi finanziaria. Molti Stati, infatti, sono dovuti intervenire ripianando perdite e/o offrendo garanzie,

sostanzialmente illimitate, per evitare il fallimento delle banche che, magari, negli anni precedenti avevano generato e distribuito cospicui profitti.

Come per le misure di Basilea 3 che hanno aumentato il livello di capitale richiesto, vi sono pochi dubbi che queste misure siano motivate da buone ragioni. Ragionare in via astratta sulla loro efficacia non è semplice e alcune valutazioni basate sugli avvenimenti del 2020 saranno svolte nel Capitolo 3. Alcune considerazioni possono però essere fatte.

La prima considerazione riguarda specificatamente le misure TLAC e MREL. L'obbligo per tutte le banche di collocare sul mercato, cioè non ai propri clienti al dettaglio, strumenti in grado di assorbire le perdite in caso di crisi, pone in condizione di grande svantaggio le piccole banche e aumenta i loro costi in misura più che proporzionale, vista la loro minore capacità di accedere al mercato dei capitali. Si ottiene un risultato paradossale: per ridurre la capacità delle grandi banche di assumere i rischi sui mercati si impongono costi maggiori anche alle piccole banche.

La seconda considerazione è di carattere più generale ed è connessa con l'aumento della complessità delle regole che certamente è derivato dall'introduzione dei nuovi strumenti regolamentari che si aggiungono e non vanno in sostituzione di quelli preesistenti. I costi operativi, di consulenza e per il personale necessari per assolvere alle nuove regole sono costi che dipendono solo in minima parte dalla dimensione della banca: è infatti noto che i costi imposti dalla regolamentazione misurati in proporzione del totale attivo sono molto più alti per le piccole banche<sup>69</sup>. Questa considerazione non è specifica alla nuova regolamentazione, ma certamente le nuove previsioni aggravano significativamente i costi e, di nuovo, ciò appare in contrasto con gli obiettivi dichiarati.

Anche la terza considerazione non è strettamente specifica alla CRD V ma è certamente appropriata considerati gli obiettivi di questa normativa. Analogamente ai risultati dello studio della World Bank, Masera (2020)<sup>70</sup> ha argomentato: *“Le grandi banche sistematicamente rilevanti hanno padronanza e dimestichezza nell'utilizzo dei derivati (segnatamente i Credit Default Swaps, CDS) e delle altre forme di innovazione finanziaria. Sono state pertanto in grado di utilizzare ... questi strumenti per ridurre il rapporto fra RWA's e Total Assets (il c.d. Density Ratio), senza diminuire effettivamente il rischio complessivo.”* In altri termini, è estremamente difficile per la regolamentazione imporre limitazioni che non siano aggirabili dall'incessante sviluppo dell'innovazione finanziaria, se non al costo di impedire o limitare drasticamente l'utilizzo degli

---

<sup>69</sup> Cfr. Bikoula I. et al. (2020), “Proportionality in banking regulation (Joint views of the EU banking associations)” disponibile: <https://www.bsa.org.uk/BSA/files/d7/d7e681bb-d5fd-405e-b40a-14e6b3693905.pdf>.

<sup>70</sup> Cfr. R. Masera (2020) “La (non) proporzionalità della sorveglianza bancaria nell'UE: problemi e prospettive”, in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 1 / 2020 p.57.

strumenti derivati. Non si deve concludere che le nuove regole siano inutili e quindi, dati i costi a esse associati, dannose. Piuttosto, questa considerazione deve porre l'accento su un'applicazione proporzionale e differenziata delle regole in funzione della diversa operatività delle banche.

In conclusione, se è certamente difficile valutare la capacità di queste nuove norme di ridurre l'azzardo morale e l'esposizione delle banche ai rischi dei mercati finanziari e ai derivati, è più semplice argomentare che la loro efficacia sia relativamente maggiore per le piccole banche ma anche che il costo sia, in termini relativi, enormemente superiore per queste banche rispetto a quello sopportato delle grandi banche.

#### **1.4 Il trattamento contabile e di vigilanza prudenziale dei crediti deteriorati**

Gli *standard setter* dei principi contabili sono stati relativamente più lenti delle Autorità di vigilanza nel definire le nuove regole per gli accantonamenti delle perdite su crediti, passando dall'approccio tradizionale, basato sulla contabilizzazione delle perdite già subite, a un approccio prospettico, basato sul valore atteso delle perdite in portafoglio.

In accordo con il principio della prudenza, le banche riconoscevano in bilancio solo le perdite su credito già realizzate, senza considerare quindi le perdite che era possibile prevedere per il futuro. Fino al 2017, lo IAS 39 stabiliva i principi che le banche utilizzavano per stimare il valore degli accantonamenti sui crediti: il modello (Incurred Credit Losses, ICL) ritardava il riconoscimento delle perdite su crediti da parte delle banche e, pertanto, questi standard erano considerati “*too little and too late*” e una potenziale fonte di prociclicità. A seguito dell'invito del G20 di mettere a punto un approccio prospettico (Expected Credit Losses, ECL), lo IASB ha approvato nel 2014 il nuovo principio contabile International Financial Reporting Standards 9 (IFRS9) basato sul concetto di perdita prevista<sup>71</sup>, che è poi entrato in vigore in Europa nel 2018 attraverso il Regolamento 2018/498<sup>72</sup>.

L'IFRS 9 richiede alle banche di classificare ogni prestito in portafoglio in tre categorie distinte a seconda della qualità del credito; questa classificazione incorpora un'ampia gamma di informazioni disponibili, comprese le condizioni macroeconomiche. Per i prestiti nella fase 1, la cui qualità creditizia non è peggiorata rispetto al momento della concessione, le perdite previste devono essere stimate nell'orizzonte di un anno. Per i prestiti con una qualità del credito deteriorata (fase 2) o già deteriorati (fase 3), le perdite previste devono essere stimate per la durata residua del prestito.

---

<sup>71</sup> IASB (2014), “IASB publishes final version of IFRS 9” Press release 24 Jul 2014. Disponibile <https://www.iasplus.com/en/news/2014/07/ifrs-9>.

<sup>72</sup> REGOLAMENTO (UE) 2018/498 DELLA COMMISSIONE del 22 marzo 2018 che modifica il regolamento (CE) n. 1126/2008 della Commissione che adotta taluni principi contabili internazionali conformemente al regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda l'International Financial Reporting Standard 9.

L'approccio prospettico ha l'obiettivo di costringere le banche ad accantonare perdite future nei periodi di congiuntura positiva, in modo da trovarsi in una posizione finanziaria più solida quando le perdite inizieranno effettivamente a materializzarsi durante i periodi negativi. Vi è, quindi, un ampio consenso sul fatto che tale approccio avrebbe aumentato la trasparenza e l'affidabilità del capitale bancario come misura della solvibilità. Inoltre, quest'ultimo avrebbe indotto politiche di concessione del credito più caute nelle fasi di espansione, e facilitato una rapida azione di "pulizia dei bilanci" nelle recessioni.

Fin dall'inizio, tuttavia, sono emerse preoccupazioni circa i potenziali effetti prociclici degli accantonamenti prospettici per le perdite sui crediti previsti dall'IFRS 9<sup>73</sup>. Infatti, le probabilità di default utilizzate nel calcolo delle perdite future seguono un approccio di tipo *point in time* PIT, ossia le stime devono essere aggiornate sulla base delle informazioni attualmente disponibili e sono quindi molto sensibili ai cambiamenti sia delle condizioni macroeconomiche sia della solvibilità dei debitori. Inoltre, l'aumento dell'orizzonte di accantonamento per le esposizioni (da 1 anno, alla durata del contratto) che si determina passando dalla fase 1 alla fase 2 rende gli accantonamenti previsti dall'IFRS 9 molto sensibili all'arrivo di una recessione.

Per le banche che non fossero in grado di anticipare i cambiamenti negativi delle condizioni macroeconomiche, il riconoscimento anticipato delle perdite future previste proprio all'inizio delle recessioni economiche determinerebbe un brusco calo degli utili correnti, sicuramente superiore a quello registrato con i passati principi contabili<sup>74</sup>. Di conseguenza, le banche incapaci di raccogliere nuovi fondi propri, subirebbero inevitabilmente un fortissimo deterioramento della loro posizione patrimoniale. Huizinga e Laeven (2019)<sup>75</sup> stimano, infatti, che le perdite su crediti spiegano i due terzi della variazione della capitalizzazione bancaria durante il ciclo economico e che, inoltre, la prociclicità delle perdite su crediti nell'area dell'euro il doppio di quella in altri mercati.

In Europa la discussione sul trattamento delle perdite su crediti si è intersecata con il dibattito innescato dall'avvio della Banking Union. In particolare, era opinione condivisa dai paesi dell'Europa continentale e del Nord che, per completare la Banking Union - che dovrebbe portare a forme di condivisione del rischio, anche attraverso l'istituzione di una assicurazione dei depositi finanziata a livello europeo - fosse preliminarmente necessario ridurre i rischi che già esistevano nei bilanci bancari, ossia smaltire gli NPL originati dalla crisi dei

---

<sup>73</sup> Cfr. Abad, J e J. Suarez (2017), "Assessing the cyclical implications of IFRS 9 – a recursive model", Occasional Paper No 12, European Systemic Risk Board.

<sup>74</sup> Ibidem

<sup>75</sup> Huizinga, Harry; Laeven, Luc (2019), "The procyclicality of banking: Evidence from the euro area", ECB Working Paper, No. 2288, ISBN 978-92-899-3550-0, European Central Bank (ECB), Frankfurt a. M.,

debiti sovrani del 2011-12. Per questo, la Commissione Europea<sup>76</sup> (2017) ha assegnato un ruolo centrale all'obiettivo di riduzione dei Non-Performing Loans (NPL) del settore bancario europeo con l'obiettivo di lavorare al completamento della Banking Union attraverso un lavoro parallelo “sulla riduzione e sulla condivisione dei rischi”. Una rassegna delle iniziative in materia è riportata in Focarelli<sup>77</sup> (2019) e, qui sintetizzata nelle prossime due sezioni. La sezione finale di questo paragrafo, invece, illustra gli aggiornamenti intervenuti nell'ultimo biennio.

#### 1.4.1 Linee Guida della BCE e della Banca d'Italia per la riduzione degli NPL

Il 20 marzo 2017 la BCE ha pubblicato la versione definitiva delle Linee Guida sul trattamento dei crediti deteriorati<sup>78</sup> (BCE, 2017) applicabili a decorrere dalla data di pubblicazione e rivolte a tutte le “Significant Institution”(SI) sottoposte a vigilanza diretta nell'ambito dell'SSM e anche alle banche che, seppur non vigilate direttamente dalla BCE, presentano livelli elevati di NPL Ratio. Le Linee Guida sono integrate nello SREP (Supervisory Review and Evaluation Process). La pubblicazione di tali linee guida è un risultato molto significativo ai fini dell'uniformazione delle strategie adottate dalle banche per la riduzione degli NPL a livello Europeo e più precisamente nell'ambito dell'Unione Bancaria.

Si tratta di aspetti di natura essenzialmente qualitativa. In particolare, le Linee guida affrontano sei tematiche di fondamentale importanza:

1) la strategia per la riduzione degli NPL. Ogni banca deve ideare, redigere ed infine attuare delle strategie, da integrare nel business plan. Le strategie indicheranno chiaramente gli obiettivi per la riduzione degli NPL, con le relative scadenze prefissate, che dovranno essere al tempo stesso “realistiche” ed “ambiziose”. Il piano deve perciò essere articolato in maniera analitica per i diversi portafogli considerati, prevedendo risultati nell'orizzonte di riferimento prescelto (compreso tra 1 e 3 anni).

2) i modelli di governance e gli assetti operativi e organizzativi. È identificato un ruolo cruciale del CdA nell'approvare il Piano operativo e nell'esaminare regolarmente, almeno trimestralmente, i progressi e i risultati ottenuti. Più in generale, il CdA deve assicurare procedure e controlli interni adeguati sulle decisioni fondamentali in materia di gestione di NPL: i) classificazione dei crediti, ii) accantonamenti; 3) garanzie; iv) concessioni. Per quanto riguarda il modello operativo, le Linee guida raccomandano – in coerenza con le best

---

<sup>76</sup> Commissione europea (2017), Comunicazione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni sul completamento dell'Unione bancaria, 11 ottobre, disponibile <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2017/IT/COM-2017-592-F1-IT-MAIN-PART-1.PDF>.

<sup>77</sup> Cfr. Focarelli, Altea (2019), “Le nuove regole europee sulla gestione degli NPL: analisi e possibili effetti per l'Italia”. Tesi di Laurea in Economia dei mercati e degli intermediari finanziari, LUISS Guido Carli, relatore Claudio Boido, disponibile <https://tesi.luiss.it/23080/>.

<sup>78</sup> BCE (2017), “Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)”, disponibile [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance\\_on\\_npl.it.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.it.pdf).



practices rilevate a livello internazionale – di costituire unità operative specializzate nel recupero dei crediti e organizzativamente separate dagli uffici che concedono i prestiti. Questo perché, da un lato, il recupero richiede competenze molto specifiche e, dall'altro, per eliminare i conflitti di interesse che potrebbero nascere nel lasciar gestire il recupero alle stesse strutture che avevano curato l'erogazione e che, magari, sono ritenute responsabili di scelte sbagliate.

3) la gestione delle misure di concessione (forbearance). Le Linee guida descrivono regole e criteri per l'attivazione/concessione di misure di concessione, nonché i processi di gestione e monitoraggio di queste posizioni creditizie. In altri termini, la banca mira ad aumentare o la probabilità di essere ripagata, o l'ammontare di quanto recupererà o entrambi. Questi crediti, vengono definiti crediti forbene, categoria in qualche modo al confine tra i crediti in bonis e i NPE. L'obiettivo della banca è evitare il passaggio dei prestiti da in bonis a NPL o, alternativamente, il tentativo di far tornare in bonis esposizioni deteriorate. Per attivare concessioni, la banca deve valutare attentamente la condizioni del debitore e programmare un piano di forbearance che sia "sostenibile", ossia tale da permettere al cliente di onorare i suoi nuovi impegni con la banca.

4) i modelli di rilevazione e di classificazione degli NPL. Le Linee guida descrivono regole e criteri per la classificazione dei crediti Non Performing (past due, unlikely to pay, bad loan, forborne) e come riconciliare logiche contabili, gestionali e regolatorie. In passato ogni paese europeo aveva la propria definizione di credito deteriorato, il che ha reso difficile emanare regole e criteri omogenei per la classificazione dei crediti a livello europeo. Nelle Linee guida l'espressione di "credito deteriorato" (non-performing loan, NPL) ha un'unica definizione, che si basa su quella di esposizioni deteriorate dell'European Banking Authority (EBA): crediti scaduti da oltre 90 giorni o "inadempienze probabili" (Unlikely to Pay, UTP).

La definizione di credito scaduto non pone quindi particolari problemi, in quanto si basa su un dato oggettivo e quantitativo. La seconda definizione, invece, presenta margini di discrezionalità; le banche dovranno perciò autonomamente definire dei criteri per identificare gli UTP sulla base della fissazione della probabilità d'inadempienza. I criteri dovranno indicare l'attivazione a seguito di eventi "oggettivamente individuabili", come ad esempio il fallimento del debitore certificato nei registri ufficiali, o dei c.d. "eventi manuali", ossia derivanti dalle periodiche valutazioni condotte dalle banche. La frequenza di valutazione e rilevazione sarà più elevata per i clienti più rischiosi, cioè con un rating più basso e/o con una situazione economica e finanziaria più debole.

Abbiamo già visto come i crediti "oggetto di concessione" possano essere sia considerati sia in bonis sia deteriorati. Due specificazioni sono importanti: in alcune circostanze (tipicamente quando le concessioni sono caratterizzate da nuove condizioni contrattuali particolarmente agevolative rispetto a quelle iniziali o

sono motivate da una probabilità di perdita molto superiore rispetto a quella di crediti comparabili) è obbligatorio trattare questi crediti forborne come deteriorati. La seconda è che le Linee guida prevedono un periodo di osservazione di almeno 2 anni per le posizioni forborne classificate in bonis e di 1 anno per quelle classificate come deteriorate, per arrivare a una rivalutazione della posizione.

5) le politiche di accantonamento e di cancellazione contabile dei crediti deteriorati. Le Linee guida individuano i criteri e le misure da adottare in sede di accantonamento/write off degli NPL e richiedono alle banche di formalizzare le ipotesi e i metodi utilizzati per la valutazione, distinguendo per le valutazioni analitiche (caso per caso) o collettive (per portafogli omogenei). Tutto va opportunamente documentato, in database ampi, accurati, affidabili, tempestivi e tracciabili. Come detto, dal 2018 le banche devono utilizzare l'IFRS 9 sugli strumenti finanziari: il passaggio è importante, perché viene introdotta una visione prospettica per il calcolo delle perdite attese su crediti (expected credit loss, ECL); tale visione avvicina i principi dell'IFRS 9 alle definizioni di perdite attese previste dalle regole di Basilea in quanto richiede sia la stima della probabilità di default (PD) sia di quanto si riuscirà a recuperare in caso di default (LGD).

6) i modelli, i processi e gli strumenti per la valutazione delle garanzie immobiliari. Le Linee guida definiscono le best practice in termini di processi e metodologie da adottare per la gestione/valutazione del collateral immobiliare. L'esigenza di un punto specifico nelle Linee guida è motivata dalla Vigilanza dalla considerazione che nel passato (come riscontrato per esempio nell'esercizio c.d. di Asset Quality Review del 2013-14 che ha preceduto l'introduzione della Vigilanza comune) le banche avevano mostrato notevoli carenze nella valutazione degli immobili. Il principio di base presentato dalla Vigilanza è che la banca deve avere un monitoraggio continuo del valore degli immobili e la revisione periodica delle perizie (almeno una volta l'anno per gli immobili commerciali e almeno ogni tre anni per quelli residenziali). Le perizie devono essere svolte da soggetti indipendenti, in possesso di specifiche competenze ed esperienze. I valori di mercato stimati dai periti, debbono poi essere prudentemente valutati (ossia si dovrà utilizzare un apposito tasso di sconto) per tener conto della evidenza empirica segnalata dalla Vigilanza, che all'aumentare della frequenza dei default tende a diminuire il valore delle garanzie. In presenza di una crisi del settore immobiliare, infatti, i debitori delle banche tendono ad avere difficoltà nel ripagare il credito e al tempo stesso – date le difficoltà del mercato - sarà più difficile per le banche vendere l'immobile.

#### 1.4.2 L'Addendum della BCE alle regole del secondo pilastro

Il 15 marzo 2018 la BCE ha pubblicato la versione finale dell'Addendum alle linee Guida<sup>79</sup> (BCE, 2018) che specifica le attese della vigilanza relativamente al livello minimo di accantonamenti atteso sulle

---

<sup>79</sup> BCE (2018), "Addendum alle Linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati (NPL): aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per le esposizioni deteriorate", disponibile [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl\\_addendum\\_201803.it.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl_addendum_201803.it.pdf).

esposizioni deteriorate. Nelle intenzioni della BCE, l'Addendum ha lo scopo di evitare l'accumulo nel sistema bancario di nuovi NPL, promuovendo pratiche di provisioning tempestive per i nuovi non-performing loans (NPL), ossia quelli classificati come tali dopo il 1° aprile 2018.

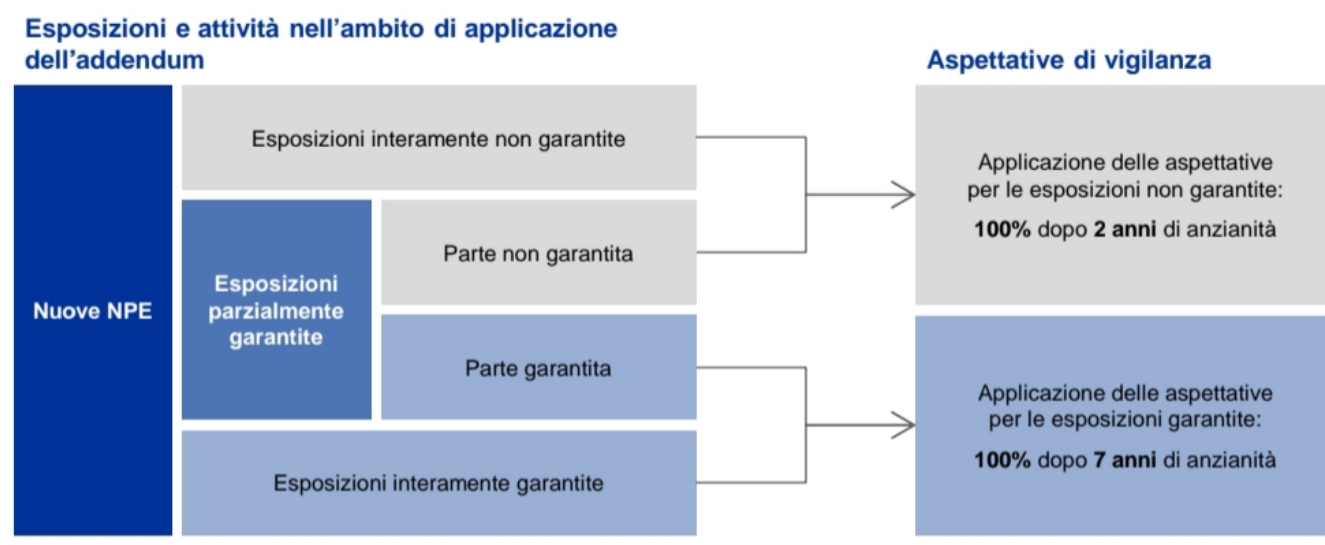
In particolare, l'Addendum stabilisce un'aspettativa da parte dell'Autorità di Vigilanza di un completo ammortamento in due anni dei prestiti garantiti. Per i prestiti non garantiti, si prevede un livello di provisioning del 40% dopo tre anni, per aumentarlo progressivamente fino al completo ammortamento dopo sette anni. Ad esempio, il supervisore si aspetta che un prestito non garantito classificato come NPL il 1° maggio 2018, sia interamente finanziato entro maggio 2020. Per un prestito non garantito, il supervisore si aspetta, sempre classificato come NPL il 1° maggio 2018, una svalutazione del 40% entro maggio 2021 e totale entro maggio 2025.

L'Addendum è uno strumento di secondo pilastro, rilevante per i NPL di tutte le istituzioni "significative", ossia sottoposte alla vigilanza della Banca Centrale, ed è non vincolante, nel senso che durante il dialogo di supervisione, la BCE discuterà con ogni banca le divergenze tra le svalutazioni effettuate e quelle prudenziali attese in applicazione dell'Addendum. Il risultato di questo dialogo sarà incorporato, per la prima volta, nello SREP del 2021.

Più in dettaglio, ai fini dell'Addendum, per le nuove posizioni NPE (ossia quelle classificate come tali dal 1° aprile 2018) andrà calcolata una "anzianità" misurata in anni, dalla data di classificazione come deteriorata. L'anzianità è computata nello stesso modo sia per le posizioni UTP sia per quelle scadute da oltre 90 giorni. Se nel frattempo una posizione UTP diviene scaduta, il conteggio della data non si interrompe.

Per quanto riguarda la distinzione tra NPE garantite e non garantite, l'Addendum prevede che per le esposizioni parzialmente garantite si separino le due componenti (garantite e non garantite) come descritto nella Figura 1.2.

## Metodologia integrata per le nuove NPE nell'ambito di applicazione dell'addendum



Fonte: BCE (2018) "Addendum alle Linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati"

La scansione temporale dettagliata delle aspettative sugli accantonamenti prudenziali è riportato nella Figura 1.3.

Figura 1.3

### Quadro delle aspettative in termini quantitativi

	Parte non garantita	Parte garantita
Dopo 2 anni di anzianità come NPE	100%	
Dopo 3 anni di anzianità come NPE		40%
Dopo 4 anni di anzianità come NPE		55%
Dopo 5 anni di anzianità come NPE		70%
Dopo 6 anni di anzianità come NPE		85%
Dopo 7 anni di anzianità come NPE		100%

Fonte: BCE (2018) "Addendum alle Linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati"

Sulla relazione tra le aspettative di accantonamento prudenziali (definite dalle regole dell'Addendum e utilizzate nel processo dello SREP) e regole contabili, la BCE specifica che le sue aspettative possono essere più rigide ma non in contrasto rispetto alle norme contabili. Le banche sono pertanto spronate, ad imputare in bilancio il livello massimo di accantonamenti previsto dal principio contabile applicabile

Con un comunicato stampa dell'11 luglio 2018<sup>80</sup>, la BCE annunciava che per fronteggiare le consistenze pregresse di NPL (ossia le esposizioni classificate come deteriorate al 31 marzo 2018) sarebbero

<sup>80</sup> ECB (2018), "ECB announces further steps in supervisory approach to stock of NPLs" Press Release 11 July 2018, disponibile <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ssm.pr180711.en.html>.

state discusse le aspettative di vigilanza riguardo ai relativi accantonamenti a livello di singola banca. Come spiegato dettagliatamente da BCE (2019<sup>81</sup>) le banche sono state suddivise in tre gruppi comparabili sulla base dell'incidenza netta degli NPL a fine 2017, cioè bassa, media o elevata incidenza. Per ciascun gruppo è stato previsto un percorso di graduale convergenza verso l'aspettativa di copertura al 100%, separatamente per NPE garantite e non garantite (Figura 1.4).

Figura 1.4

#### Percorsi di graduale convergenza verso l'applicazione delle raccomandazioni sulla copertura delle NPE

		Gruppo 1	Gruppo 2	Gruppo 3
<b>Prestiti garantiti &gt; 7 anni</b>	Data di avvio della policy	2020	2020	2020
	Obiettivo di copertura iniziale (%)	60	50	40
	Incremento annuale della copertura (p.p.)	10	10	10
	Piena applicabilità (ossia 100%)	2024	2025	2026
	Percorso lineare prima di 7 anni	No	No	no
<b>Prestiti non garantiti &gt; 2 anni</b>	Data di avvio della policy	2020	2020	2020
	Obiettivo di copertura iniziale (%)	70	60	50
	Incremento annuale della copertura (p.p.)	10	10	10
	Piena applicabilità (ossia 100%)	2023	2024	2025
	Percorso lineare prima di 2 anni	No	No	no

Fonte: BCE (2019) Op. citata p.10.

In una seconda fase la BCE ha effettuato una valutazione caso per caso delle singole banche, sulla base di una valutazione dell'impatto delle svalutazioni. In seguito a un'analisi approfondita, è stata effettuata una riallocazione delle banche nei tre gruppi identificati.

#### 1.4.3 Entrata in vigore del Regolamento (UE) n. 630/2019

Il 26 aprile 2019, ossia il giorno dopo della Pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale Europea, è entrato in vigore il Regolamento UE 630/2019<sup>82</sup> sulla copertura minima delle perdite per le esposizioni deteriorate e conseguente modifica dell'Addendum. Il Regolamento è direttamente applicabile e, quindi, non necessita di implementazione degli Stati membri e si basa su due principi: i) l'obbligo per le banche di coprire fino a livelli

81 BCE (2019) Comunicazione del 22 agosto 2019, disponibile [https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2019/ssm.supervisory\\_coverage\\_expectations\\_for\\_NP\\_Es\\_201908.it.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2019/ssm.supervisory_coverage_expectations_for_NP_Es_201908.it.pdf)

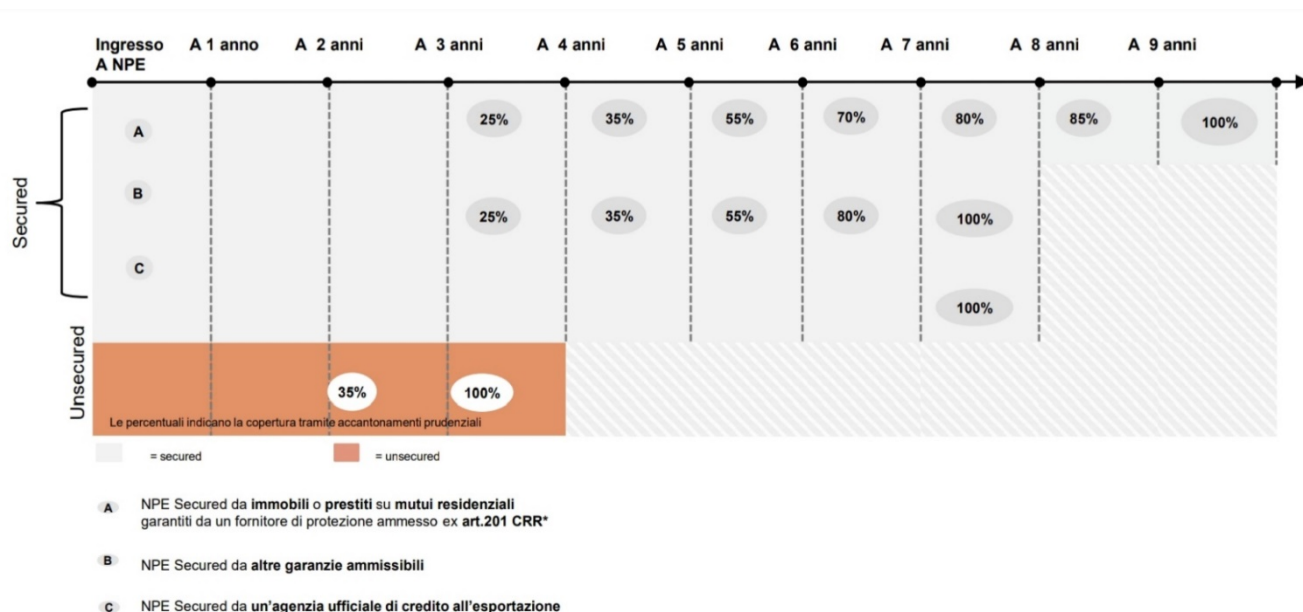
82 REGOLAMENTO (UE) 2019/630 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 17 aprile 2019 che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda la copertura minima delle perdite sulle esposizioni deteriorate.

minimi comuni le perdite subite e attese sui crediti emessi prima dell'entrata in vigore del Regolamento (ossia dopo il 26 aprile 2019) quando tali crediti si deteriorano “requisito di svalutazione minima” o “minimum loss coverage”; ii) l'obbligo di dedurre la differenza tra il livello di copertura effettiva e la copertura minima dagli elementi di capitale primario di classe 1, qualora il requisito di copertura minima non sia soddisfatto. In altri termini, la proposta modifica il c.d. primo pilastro, mentre come visto prima l'Addendum delle BCE opera sul secondo pilastro.

Il Regolamento prevede regimi differenziati tra crediti deteriorati garantiti e non e tra crediti garantiti da beni immobili (residenziali o commerciali) o da altre forme di garanzia. Il calcolo deve essere fatto per ogni singola esposizione. In particolare, considerata la maggiore perdita prevista per le esposizioni deteriorate non garantite, a queste partite viene applicato un calendario più rigoroso, vale a dire il prestito deve essere completamente svalutato in tre anni. Per le esposizioni deteriorate garantite con garanzie immobiliari, viene riconosciuto un periodo di tempo più lungo, pari a nove anni, mentre per le altre Esposizioni deteriorate garantite è applicato un calendario di sette anni. La Figura 1.5, riprodotta da PWC (2019)<sup>83</sup>, descrive puntualmente le percentuali da applicare anno per anno.

Figura 1.5

### Percentuali di svalutazione da applicare anno per anno



Fonte: PWC (2019) Op. citata, p.8.

Sul finire della negoziazione tra Parlamento, Consiglio e Commissione (il c.d. Trilogo) sono stati inoltre introdotte due previsioni importanti. La prima riguarda il trattamento delle partite cedute sul mercato

<sup>83</sup> PWC (2019), “Calendar provisioning: quali sfide da affrontare? I principali impatti economici, di business e organizzativi.”, PWC’s Top Trends Financial Services, disponibile, [https://www.pwc.com/it/it/industries/banking-capital-markets/fs-top-trends/docs/toprends\\_calendar-provisioning.pdf](https://www.pwc.com/it/it/industries/banking-capital-markets/fs-top-trends/docs/toprends_calendar-provisioning.pdf).

secondario che debbono essere soggette a un calendario di provisioning crescente, a partire dalla data in cui l'esposizione è stata originariamente classificata come deteriorata e non dalla data del suo acquisto. La seconda riguarda il trattamento delle esposizioni deteriorate acquistate sul secondario a un prezzo inferiore all'importo dovuto dal debitore: in questo caso, l'acquirente dovrebbe trattare la differenza tra il prezzo di acquisto e l'importo dovuto dal debitore come un parziale write-off ai fini del calcolo prudenziale. In altri termini, tale differenza va a soddisfare il requisito minimo di copertura. Queste previsioni riducono possibili disincentivi per gli acquirenti di crediti deteriorati e, allo stesso tempo, proteggono i debitori garantendo che l'acquirente del credito sia soggetto alle stesse regole della banca che lo aveva originato.

Con la Comunicazione del 22 agosto 2019 (BCE, 2019)<sup>84</sup>, la Banca centrale europea ha reso noto di aver rivisto le proprie aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per le nuove esposizioni deteriorate (non performing exposures, NPE) definite nell'Addendum. Ovviamente, i crediti erogati dopo il 26 aprile 2019 sono soggetti esclusivamente alle regole di primo pilastro previste dal Regolamento. Invece, *“Le aspettative di vigilanza per le consistenze di NPE (ossia le esposizioni classificate come deteriorate al 31 marzo 2018) rimangono immutate rispetto alle lettere inviate alle banche nell'ambito del processo di revisione e valutazione prudenziale (Supervisory Review and Evaluation Process, SREP) e al comunicato stampa di luglio 2018”*.

#### 1.4.4 Considerazioni su potenziali effetti asimmetrici tra diversi mercati del credito

Come è stato ampiamente documentato in questo paragrafo 1.4, il tema di un approccio prudenziale e uniforme alla gestione dei crediti deteriorati ha guidato la recente revisione regolamentare in Europa. Come per i temi più strettamente legati all'innalzamento dei requisiti patrimoniali (trattati nei paragrafi 1.2 e 1.3), non è difficile argomentare che questo approccio fosse necessario, a maggior ragione se si inquadra questo processo evolutivo nell'ambito della costruzione della Banking Union, avviata dopo la crisi dei debiti sovrani e caratterizzata da una progressiva, certamente troppo lenta, condivisione dei rischi tra i diversi Stati membri.

Al tempo stesso, vanno valutati con estrema attenzione gli effetti – potenzialmente asimmetrici tra paesi e mercati creditizi – di regole prudenziali sulla gestione degli NPL applicate uniformemente in realtà molto diverse in termini di efficacia delle procedure concorsuali ed esecutive e caratterizzate da tempi di recupero dei crediti deteriorati estremamente differenziati. In particolare, l'imposizione di norme meccaniche e rigide ha un effetto diretto e immediato sul mercato delle cessioni dei crediti deteriorati, offrendo ai

---

<sup>84</sup> BCE (2019) “La BCE rivede le aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per i nuovi crediti deteriorati in seguito all'adozione di un regolamento dell'UE”, Comunicato stampa, 22 agosto 2019. Disponibile: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ssm.pr190822~f3dd1be8a4.it.html>

compratori di NPL un chiaro vantaggio negoziale che abbatta il prezzo di acquisto e aumenta le perdite delle banche.

Ciò vale a maggior ragione se si tiene conto del devastante impatto economico derivante dalla diffusione della pandemia. Come ha recentemente rimarcato Nagel (2020)<sup>85</sup>, le regole introdotte per le sofferenze di “nuova generazione” non hanno ancora avuto un effetto materiale, date le misure di emergenza introdotte che verranno dettagliate nel paragrafo 1.5, ma determineranno condizioni di grande svantaggio per le banche italiane. Questo impatto si sommerà a quello della storica lentezza delle procedure italiane di recupero dei crediti. Per questi motivi *“migliorare le procedure esecutive e fare una giusta revisione del calendar provisioning sono delle priorità. E’ importante, perché soprattutto per le realtà più deboli del Sud Europa questo si riverbererà nei conti bancari in maniera molto importante. Quindi probabilmente ci troveremo nella situazione di dover ricapitalizzare le banche”*.

Non c’è dubbio che per evitare questo nuovo svantaggio competitivo, l’Italia debba attrezzarsi innanzitutto sul terreno dei miglioramenti del quadro legislativo (procedure fallimentari/esecutive) e di specializzazione ed efficienza della giustizia civile italiana. È altrettanto chiaro che questa leva è al di fuori delle decisioni delle banche che, da parte loro, saranno incentivate a politiche di concessione del credito molto più rigorose e con un maggior ricorso alle garanzie. Ciò vale in particolare per le piccole banche del territorio che, senza questi significativi miglioramenti, saranno ancor più di prima costrette a imporre alle PMI condizioni creditizie più onerose.

---

<sup>85</sup> Cfr. Nagel A. (2020) “Audizione presso la Commissione di inchiesta sul sistema bancario e finanziario (Bicamerale)”, Seduta del 9 settembre 2020, disponibile: [https://www.camera.it/leg18/1058?idLegislatura=18&tipologia=audiz2&sottotipologia=audizione&anno=2020&mese=09&giorno=09&idCommissione=75&numero=0023&file=indice\\_stenografico](https://www.camera.it/leg18/1058?idLegislatura=18&tipologia=audiz2&sottotipologia=audizione&anno=2020&mese=09&giorno=09&idCommissione=75&numero=0023&file=indice_stenografico). Nel dettaglio l’argomentazione di Nagel è così motivata: *“Voi sapete che dopo ogni contrazione dell’economia, con un lag temporale di 18-36 mesi, questo tipo di contrazione si vede nei bilanci delle banche, e si vede sotto forma di aumento delle sofferenze. Ora noi siamo in una situazione molto svantaggiata in Italia e in generale nel 2020, rispetto alle crisi precedenti, per due motivi. Il primo è storico: le procedure esecutive italiane sono le peggiori che ci sono in Europa. Adesso non ricordo l’anno in cui in Italia sono state fatte le procedure esecutive. Se voi vedete una procedura esecutiva su un immobile a Parigi, a Madrid, a Francoforte e a Roma, nei primi casi è questione di pochi mesi, forse di un anno; nei nostri casi ci possono mettere cinque o sette anni. Il primo punto è questo. Avendo nuove sofferenze e dovendo fare procedure esecutive, chiaramente l’Italia sarà più colpita perché ha un’economia che è un po’ più debole rispetto a quelle menzionate: in più ha questa specificità negativa. Il secondo motivo, molto più rilevante, è che entriamo in questa crisi con regole nuove e regole molto peggiorative. Voi sicuramente avete sentito parlare del «calendar provisioning». Il calendar provisioning è una norma che la BCE ha introdotto un anno e mezzo fa, che dice sostanzialmente questo: quando hai un credito deteriorato, che non deve essere proprio in sofferenza, tu non hai più discrezionalità come amministratore nello svalutarlo: lo devi svalutare un terzo all’anno; quindi in tre anni lo devi svalutare al 100 per cento. .... È una norma sbagliata che, evidentemente, è stata messa perché voi sapete che, soprattutto in Germania, non ci si sfidava della qualità degli attivi delle banche del Sud Europa, italiane. Noi spingevamo per fare l’unione bancaria e i tedeschi dicevano: sì, l’unione bancaria la facciamo quando voi vi siete ripuliti. Come si fa a ripulirsi? Mettiamo delle regole che valgono per tutti. Quindi Nagel di Mediobanca non può pensare di svalutare al 20; deve svalutare al 30 perché questa è la norma. Quindi è una norma meccanica. Ora, questa norma applicata nel post-Covid è come una bomba atomica, perché tu hai una massa di partite che diventano quantomeno UTP; li devi trattare già come sofferenze. La prima conseguenza è che se tu hai un credito che è un incaglio e lo svaluti così, è molto difficile che a quel signore dai altri soldi, perché se io ho 10 nei confronti di Marino e li devo svalutare per tre, è molto difficile che gli dia altri due o altri tre.”*



## 1.5 La normativa di emergenza del 2020

La risposta della politica economica dell'UE alla crisi del coronavirus è stata rapida e imponente, con un notevole coordinamento tra le misure fiscali, monetarie e normative.

Sul piano fiscale, i governi europei hanno lanciato una serie di aiuti al reddito delle famiglie, nonché programmi di occupazione e di prestito orientati a mantenere in vita posti di lavoro e imprese. Allo stesso tempo, le istituzioni dell'UE hanno presentato piani ambiziosi per la concessione di prestiti agevolati e garanzie pubbliche per offrire sostegno ai lavoratori, alle imprese e agli Stati membri, nonché per finanziare il piano Next Generation EU da 750 miliardi di euro.

Sul fronte monetario, la risposta della Banca centrale europea si è basata sulla combinazione di estensioni significative dei programmi e alle strutture esistenti, come le operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine, e l'introduzione di nuove grandi operazioni come il programma di acquisto di attività di emergenza pandemica. Tali misure sono state integrate da un allentamento temporaneo dei requisiti di ammissibilità delle garanzie per le operazioni di acquisto titoli e dalla riattivazione delle linee di swap con altre banche centrali.

Sul fronte normativo, le autorità di vigilanza hanno adottato misure sul capitale e sulla liquidità senza precedenti. Con l'obiettivo di facilitare l'offerta di credito del settore bancario all'economia afflitta dal coronavirus, il 12 marzo 2020 la BCE, nel suo ruolo di autorità di vigilanza microprudenziale nell'ambito del meccanismo unico di vigilanza (MVU), ha consentito alle banche di operare temporaneamente al di sotto del livello di capitale definito: 1) dall'orientamento del secondo pilastro (P2G)<sup>86</sup>, 2) dalla riserva per la conservazione del capitale (CCB), 3) dal coefficiente di copertura della liquidità (LCR). A tal fine, era argomentato che le riserve di capitale e di liquidità sono state concepite proprio per consentire alle banche di resistere a situazioni stressate come quella del coronavirus. Inoltre, la BCE ha espresso l'auspicio che queste misure temporanee fossero rafforzate da un adeguato allentamento della riserva di capitale anticiclica (CCyB) da parte delle autorità macroprudenziali nazionali. In particolare, la BCE stimava di aver liberato 120 miliardi di capitale bancario, così messo a disposizione per assorbire le perdite e per erogare nuovi prestiti<sup>87</sup>. Nella

---

86 European Central Bank (2020a), "ECB Banking Supervision provides temporary capital and operational relief in reaction to coronavirus." Press release, 12 March <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200312~43351ac3ac.en.html>. Come spiegato nel testo, il capitale del secondo pilastro si compone di due parti. Il primo (P2R) è il c.d. requisito del secondo pilastro che copre i rischi sottovalutati o non sufficientemente coperti dal primo pilastro. L'altro (P2G) è l'orientamento di secondo pilastro che indica alle banche il livello adeguato di capitale da mantenere al fine di disporre di capitale sufficiente come cuscinetto per resistere alle situazioni stressate, in particolare sulla base dello scenario avverso nelle prove di stress di vigilanza. Ai sensi della nuova direttiva CRD V, le banche possono soddisfare i requisiti del secondo pilastro con un CET1 minimo del 56,25% come principio generale. Il P2R rimanente può essere coperto con strumenti aggiuntivi di livello 1 e livello 2. L'entrata in vigore di questa legge era inizialmente prevista per gennaio 2021 nell'ambito dell'ultima revisione della CRD V.

<sup>87</sup> ECB (2020b), "ECB Banking Supervision provides further flexibility to banks in reaction to coronavirus." Press release, 20 March, disponibile: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200320~4cdbbcf466.en.html>.

stima la BCE includeva essenzialmente le misure di secondo pilastro, ma non includeva lo sblocco del CCoB, prevedendo – correttamente – che le banche sarebbero state particolarmente riluttanti ad andare al di sotto di quest'ultima linea di difesa del pilastro 1.

Sul fronte della liquidità, la BCE ha anche annunciato un approccio flessibile nell'approvare i piani di ripristino del coefficiente di copertura della liquidità che le banche sono legalmente tenute a presentare in caso di violazione del requisito. In particolare, le linee guida sulla tempistica per ripristinare le riserve autorizzano le banche a operare al di sotto dell'LCR senza attivare automaticamente le azioni di vigilanza almeno fino alla fine del 2021.

La BCE ha anche annunciato la massima flessibilità quando saranno discusse le attuazioni delle strategie di riduzione dei crediti deteriorati e che prenderà in considerazione su base individuale, ossia banca per banca, misure come l'adeguamento dei calendari, dei processi e delle scadenze. Ha, inoltre, manifestato un orientamento di maggiore flessibilità per quanto riguarda il trattamento normativo dei prestiti che ricevono il sostegno pubblico, come le moratorie sui pagamenti e le garanzie pubbliche.

Per quanto riguarda i principi contabili, le autorità di regolamentazione e le autorità di vigilanza si sono rese conto dei potenziali effetti prociclici degli accantonamenti per perdite creditizie previste. Nel comunicato stampa del 20 marzo 2020<sup>88</sup> la BCE ha dichiarato che *"l'eccessiva volatilità degli accantonamenti per perdite su crediti dovrebbe essere affrontata in questo momento per evitare un'eccessiva prociclicità del capitale regolamentare e dei bilanci pubblicati"*, riconoscendo che *"i risultati del modello IFRS 9 possono essere eccessivamente variabili e prociclici"*. La BCE ha così consigliato alle banche significative di attribuire un peso maggiore alle previsioni a lungo termine basate su informazioni storiche nella stima delle perdite previste future e di tenere conto di misure di sostegno quali le garanzie pubbliche e le moratorie sui pagamenti. Inoltre, ha incoraggiato le banche ad attuare pienamente gli accordi transitori IFRS 9, in base ai quali sarebbero state autorizzate ad aggiungere un determinato importo dell'aumento degli accantonamenti come capitale proprio comune. In questo modo, le disposizioni aggiuntive adottate dal calcolo delle perdite creditizie previste non ridurrebbero il capitale regolamentare delle banche.

All'inizio di aprile, il Comitato di Basilea (2020)<sup>89</sup> chiarisce alcuni aspetti relativamente ai prestiti in moratoria e alle garanzie fornite dagli stati durante la pandemia e, soprattutto, osserva - in linea con la

---

<sup>88</sup> ECB (2020a), "ECB Banking Supervision provides temporary capital and operational relief in reaction to coronavirus." Press release, 12 March <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200312~43351ac3ac.en.html>.

<sup>89</sup> Basel Committee on Banking Supervision (2020). "Measures to reflect the impact of Covid-19", disponibile: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d498.htm>. Prendendo atto che in molte giurisdizioni erano state introdotte misure di sostegno straordinarie per alleviare l'impatto finanziario ed economico del Covid-19, tra cui programmi di garanzia governativi per i prestiti bancari e moratorie sui pagamenti, è intervenuto con chiarimenti tecnici per garantire che le banche riflettano l'effetto di riduzione del rischio di tali misure nel calcolo dei loro requisiti patrimoniali regolamentari. In particolare viene chiarito che i prestiti garantiti

posizione della BCE - che IFRS 9 non è concepito per essere applicato meccanicamente. Le banche dovrebbero utilizzare la flessibilità inerente a questo framework contabile per tenere conto dell'effetto attenuante delle misure straordinarie di sostegno relative al Covid-19. Il Comitato ha quindi modificato le sue disposizioni transitorie per il trattamento del capitale regolamentare della contabilità con approccio prospettico.

Sulla base delle indicazioni del Comitato, è stato approvato il Regolamento (UE) 2020/873 (c.d. “quick fix bancario”) che si applica dal 27 giugno 2020<sup>90</sup>. Sul fronte dei principi contabili, viene prolungato fino al 31 dicembre 2024 il regime transitorio e, inoltre, le banche che avevano deciso di avvalersi delle disposizioni transitorie possono revocare la decisione in qualsiasi momento durante il nuovo periodo transitorio, a condizione di ottenere l’autorizzazione preliminare dell’autorità competente. Pertanto, se autorizzate, le banche possono per il 2020 e il 2021 evitare di sottrarre dal proprio capitale le svalutazioni creditizie derivanti dall’approccio prospettico. Nei tre anni successivi questo filtro viene rimosso linearmente.

Le altre principali modifiche riguardano:

- l’introduzione di un trattamento preferenziale delle garanzie pubbliche offerte nel periodo Covid-19 nella determinazione dell’importo applicabile di una copertura insufficiente per le esposizioni deteriorate, c.d. "NPE Backstop", ammontare che deve essere dedotto dal CET1;
- l’esclusione delle riserve della banca centrale dalla misura di esposizione al coefficiente di leva finanziaria;
- il rinvio di un anno (al 1 gennaio 2023) del Leverage ratio buffer previsto per le banche di rilevanza sistemica;
- la neutralizzazione temporanea dell’impatto sul capitale delle plusvalenze e delle perdite non realizzate relative a esposizioni sovrane non ristrutturate;
- l’effetto immediato (invece che dalla data originariamente prevista del 28 giugno 2021) delle modifiche delle CRR 2 descritte al paragrafo 1.1 che prevedevano un trattamento preferenziale delle attività software, una ponderazione ridotta per i prestiti garantiti da cessioni di pensioni o stipendi e il fattore di sostegno rivisto per le piccole e medie entità (PMI).

Come bilanciamento delle modifiche normative, le banche sono state obbligate a cancellare le distribuzioni di dividendi, i riacquisti di azioni fino a ottobre 2020 con una specifica raccomandazione,

---

dagli Stati debbono essere considerati come le esposizioni sovrane e che per quelli oggetto di moratoria – nelle giurisdizioni che definiscono come deteriorati i prestiti scaduti da più di 90 giorni - viene sospeso il calcolo dei giorni.

<sup>90</sup> REGOLAMENTO (EU) 2020/873 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 24 giugno 2020 che modifica i regolamenti (UE) n. 575/2013 e (UE) 2019/876 per quanto riguarda alcuni adeguamenti in risposta alla pandemia di COVID-19.

successivamente prorogata fino alla fine dell'anno (BCE, 2020c, 2020d)<sup>91</sup>. Questa misura ha l'obiettivo di dissuadere le banche dall'utilizzare i pagamenti dei dividendi come segnale di forza, avvantaggiandosi dell'allentamento dei requisiti di riserva di capitale e, al contempo, vuole evitare l'effetto stigma che sarebbe stato associato per ogni singola banca alla decisione di non distribuire i dividendi. La misura, inattesa quando è stata annunciata, ha avuto effetti molto significativi e, almeno in parte, controversi che saranno discussi sia nel prossimo paragrafo.

## **1.6 Effetto della revisione regolamentare sul capitale delle banche di diversa dimensione**

### 1.6.1 Andamento della capitalizzazione delle banche a livello globale

Dieci anni dopo la grande crisi finanziaria, il Fondo Monetario Internazionale ha pubblicato un report sullo stato di attuazione del “quadro globale di Basilea” e sull'agenda delle riforme regolamentari<sup>92</sup>. Una prima considerazione importante è che la quasi totalità delle giurisdizioni hanno attuato l'accordo nelle tempistiche concordate, segno dell'importanza annessa alla standardizzazione della regolamentazione bancaria mondiale.

La Tavola 1.2 presenta l'andamento di alcuni indicatori tra il 2000 e il 2017 e mostra, senza dubbio, una fortissima crescita del livello di capitalizzazione delle banche a livello globale dopo la grande crisi finanziaria del 2008. I dati riportati nella tabella sono stati elaborati utilizzando la medesima metodologia proposta dal report IMF, ossia calcolando il valore globale come mediana tra i valori dei Paesi che partecipano all'Accordo. Se prendiamo in esame il periodo tra il 2006, scelto come riferimento pre-crisi, e il 2017, ultimo dato a disposizione di tale report, vanno sottolineati alcuni aspetti significativi<sup>93</sup>:

---

<sup>91</sup> Cfr. European Central Bank (2020c), “ECB asks banks not to pay dividends until at least October 2020.” Press release, 27 March disponibile: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200327~d4d8f81a53.en.html> e European Central Bank (2020d), “ECB extends recommendation not to pay dividends until January 2021 and clarifies timeline to restore buffers.” Press release, 28 July disponibile: [https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200728\\_1~42a74a0b86.en.html](https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200728_1~42a74a0b86.en.html). In questo secondo comunicato la BCE ha anche fornito informazioni sui tempi per il ritorno al regime regolare dei requisiti patrimoniali e di liquidità. In particolare, la BCE ha annunciato che non richiederà alle banche di ricostituire le riserve di capitale e liquidità prima che venga raggiunto il picco delle svalutazioni di capitale e che, in ogni caso, potranno operare al di sotto di P2G e dei buffer contro-ciclici almeno fino alla fine del 2022 e al di sotto dell'LCR almeno fino alla fine del 2021.

<sup>92</sup> Global Financial Stability Report “A Decade after the Global Financial Crisis: Are We Safer? October 3, disponibile su <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2018/09/25/Global-Financial-Stability-Report-October-2018>

<sup>93</sup> I risultati sono non cambiano, se si prende come base di riferimento il 2010, ossia l'anno in cui fu approvato il “quadro di Basilea 3”.

### Andamento della capitalizzazione delle banche a livello globale

Anno	Capitale regolamentare/ RWA %	Tier 1 capital / RWA %	Common Equity / RWA %	Common equity / Total Assets (solo per G-SIBs)	RWA / Total Assets %	Prestiti / Total Assets %
2000	12,60	9,73	7,72	4,14	60,94	54,85
2001	13,65	10,20	7,15	4,45	63,28	55,50
2002	13,60	10,31	7,38	4,49	64,39	53,26
2003	14,16	10,50	7,56	4,79	63,58	54,95
2004	13,73	10,95	8,21	4,13	58,24	55,16
2005	13,49	10,45	7,99	3,93	58,87	58,42
2006	13,90	10,85	7,64	3,93	58,30	57,78
2007	13,05	10,51	7,81	3,08	65,20	60,12
2008	13,11	10,79	7,68	2,84	64,26	61,35
2009	14,36	12,30	8,21	4,27	59,77	59,91
2010	14,91	12,74	8,41	4,30	59,96	61,35
2011	15,03	13,32	8,81	4,16	60,04	63,19
2012	15,65	13,60	9,27	4,28	61,81	63,87
2013	16,00	13,48	9,39	4,75	59,63	63,93
2014	15,55	13,65	9,46	4,80	59,70	63,89
2015	16,60	14,22	9,35	5,25	57,36	64,46
2016	17,45	15,31	9,72	5,24	59,28	64,59
2017	18,15	15,83	9,75	5,74	55,04	62,52

Fonte: Elaborazioni su dati IMF (2018). In particolare, il valore presentato per ciascun indicatore è il valore mediano globale è calcolato tra i paesi che partecipano all'accordo di Basilea.<sup>94</sup>

1. il rapporto CET1/RWA, conosciuto come CET1 ratio, è progressivamente aumentato di oltre due punti percentuali, dal 7,6% al 9,8%.
2. L'aumento è molto maggiore (quasi 5 punti percentuali, da 10,9% a 15,8%) se misuriamo la patrimonializzazione delle banche utilizzando il rapporto tra capitale Tier1/RWA. Questa evidenza è coerente con le analisi della World Bank e dipende, in misura significativa, dalla capacità delle banche più grandi di rafforzare la loro posizione patrimoniale emettendo strumenti quali i prestiti subordinati.
3. Infine, il rapporto tra CET1 e Total Assets (relativo alle sole banche sistemiche) è aumentato di quasi due punti percentuali, dal 3,9% al 5,8%.

Questa evidenza statistica rappresenta il risultato della normativa che abbiamo precedentemente dettagliato e che, ripetiamo, ha imposto alle banche di detenere una maggior quantità di capitale. L'introduzione del coefficiente leva finanziaria si è anche riflesso in un genuino aumento del rapporto tra

<sup>94</sup> IMF (2018), "A Decade after the Global Financial Crisis: Are We Safer?" in Global Financial Stability Report October 3, disponibile <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2018/09/25/Global-Financial-Stability-Report-October-2018>

CET1 e totale dell'attivo anche per le banche sistemiche e, quindi, in una riduzione della leva finanziaria delle grandi banche.

L'aumento degli indici di capitalizzazione delle banche è dovuto in parte non trascurabile a una riduzione dell'incidenza del rapporto tra RWA e Total Assets (il c.d. Density ratio). Questa riduzione è stata accompagnata da una quota lievemente crescente dei prestiti sul totale dell'attivo. Non si può quindi argomentare che l'aumento del grado di capitalizzazione sia andato a discapito dell'offerta di prestiti, anche se ovviamente servirebbero analisi più dettagliate per confermare questa ipotesi.

Ad esser oggetto di preoccupazione è però secondo Anginer et al. (2019)<sup>95</sup> l'accuratezza delle misurazione dei risk weighted assets. In particolare, questo elemento di preoccupazione è particolarmente accentuato per le banche più grandi dei paesi OCSE, ossia dei paesi sviluppati. Ricordano gli autori che esiste ampia evidenza come durante la grande crisi finanziaria i partecipanti ai mercati finanziari abbiano considerato RWA come una misura non in grado di riflettere correttamente il vero rischio delle banche<sup>96</sup>.

Pertanto, riproduciamo nella Figura 1.6 una figura preparata da Anginer et al. (2019)<sup>97</sup>, dove le linee blu riportano l'andamento del rapporto tra RWA e totale dell'attivo per le banche dei paesi OCSE, separatamente per le banche più grandi (ossia quelle appartenenti al primo 20% della distribuzione in termini dimensionali e riportate con linea continua) e quelle più piccole (ossia il rimanente 80% delle banche evidenziate con linea tratteggiata), mentre le linee rosse riportano gli stessi indicatori per le banche operanti nei paesi in via di sviluppo.

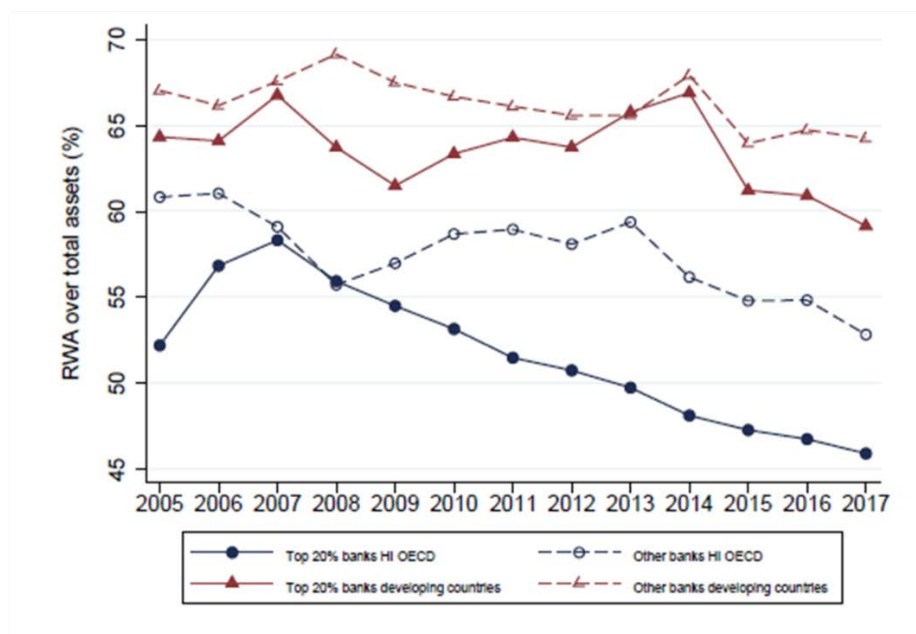
---

<sup>95</sup> Anginer, Deniz and Bertay, Ata Can and Cull, Robert and Demirgüç-Kunt, Asli and Mare, Davide Salvatore, Bank Regulation and Supervision Ten Years after the Global Financial Crisis (October 15, 2019). World Bank Policy Research Working Paper No. 9044, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3485929>, p. 9.

<sup>96</sup> Cfr. Demirgüç-Kunt, A., Detragiache, E., Merrouche, O., 2013. Bank capital: lessons from the financial crisis. *J. Money, Credit Bank.* 45, 1147–1164. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12047>.

<sup>97</sup> Anginer et al. (2019) op. citata p. 10

**RWA/TOTALE ATTIVO PER LE BANCHE GRANDI E PICCOLE  
(paesi OCSE e in via di sviluppo)**



Fonte: Figura riprodotta da Anginer et al. (2019), p. 10.

Coerentemente con quanto argomentato da Masera (2020)<sup>98</sup> e già discusso nel paragrafo 1.3, sono le banche più grandi dei paesi OCSE quelle che hanno significativamente ridotto il Density ratio (Figura 1.6, linea blu continua), mentre la riduzione è stata molto meno accentuata per le altre banche nei paesi sviluppati (linea blu tratteggiata) e per tutte le banche nei paesi in via di sviluppo (linee rosse, continue e tratteggiate).

Questa evidenza, che certamente meriterebbe ulteriori approfondimenti, fornisce ampio supporto all'ipotesi che parte dell'incremento degli indici di capitalizzazione osservato per le grandi banche sia stato ottenuto attraverso un diffuso utilizzo dei mercati finanziari e degli strumenti derivati, che però nei momenti di turbolenza potrebbe essere percepito dagli operatori come un elemento di debolezza.

### 1.6.2 Andamento della capitalizzazione delle banche Europee e Italiane

Procediamo ora nello specifico ad un interessante confronto tra le banche Europee e quelle Italiane, che sono tendenzialmente più piccole e, soprattutto, hanno modelli di business più tradizionali. Anche per le banche Europee e Italiane, il grado di capitalizzazione è aumentato in maniera significativa nel corso dell'ultimo decennio. Utilizzando l'aggiornamento del 2020Q2<sup>99</sup> del data-base Dashboard Interactive tool

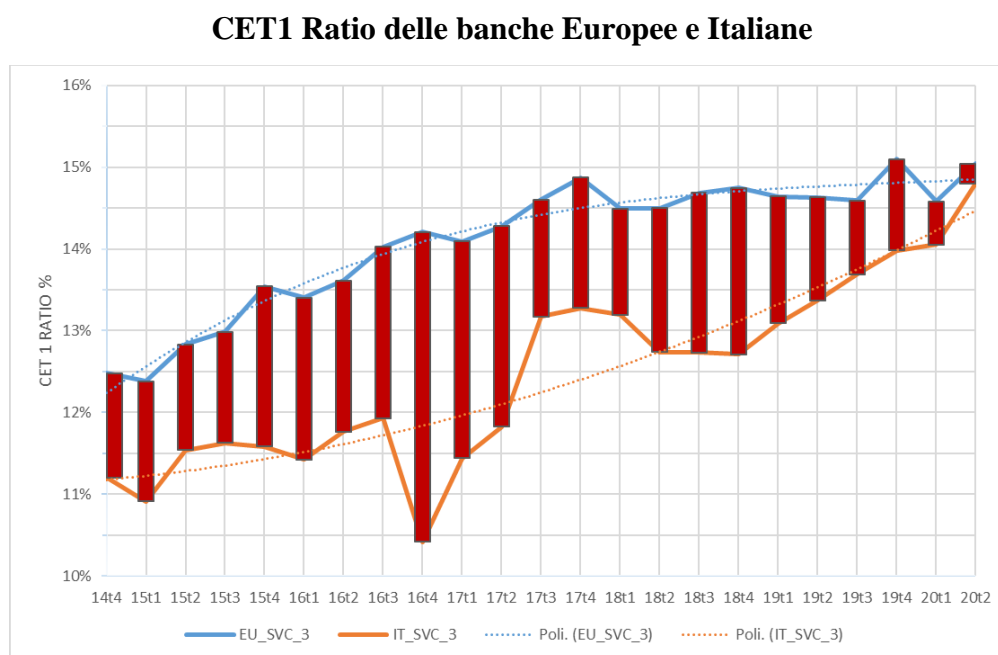
<sup>98</sup> Cfr. R. Masera (2020) "La (non) proporzionalità della sorveglianza bancaria nell'UE: problemi e prospettive", in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, 1 / 2020, p.57.

<sup>99</sup> EBA (2020), "Eba Dashboard Interactive tool" aggiornamento del 2020Q2, disponibile: <https://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>

messo a disposizione EBA è possibile calcolare a livello trimestrale il valore del rapporto tra CET1 e RWA, il c.d. CET1 Ratio (Figura 1.7).

Tra la fine del 2014 e del 2017, il CET1 Ratio è salito di quasi due punti percentuali, dal 12,5% al 14,9%; da allora è rimasto sostanzialmente stazionario. Nella stessa figura è riportato lo stesso rapporto per l'Italia: anche nel nostro Paese il CET1 ratio ha mostrato una tendenza al rialzo, anche se vi sono state delle oscillazioni determinate dall'assorbimento delle perdite sugli NPL negli anni tra il 2016-18. Se si guarda all'intero periodo, il CET1 Ratio è aumentato da valori prossimi all'11% nel 2014 al 14% alla fine del 2019.

Figura 1.7

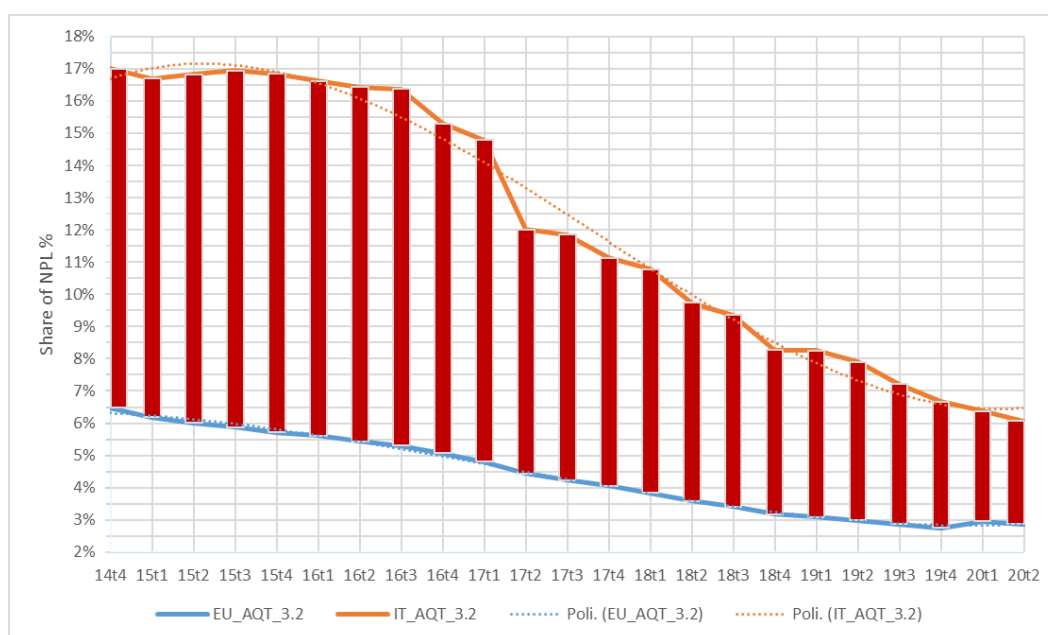


Fonte: Elaborazione su dati EBA, Eba Dashboard Interactive tool aggiornamento del 2020Q2, disponibile, <https://eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>

Come effetto della grave recessione economica del 2011-12 in connessione con la crisi dei debiti sovrani, le banche italiane mostravano alla fine del 2014 un rapporto tra NPL e totale prestiti intorno al 17%, contro una media europea di poco superiore al 6% (Figura 1.8).



### Rapporto tra NPL e totale prestiti delle banche Europee e Italiane



Fonte: Elaborazione su dati EBA, Eba Dashboard Interactive tool aggiornamento del 2020Q2, disponibile, <https://eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>

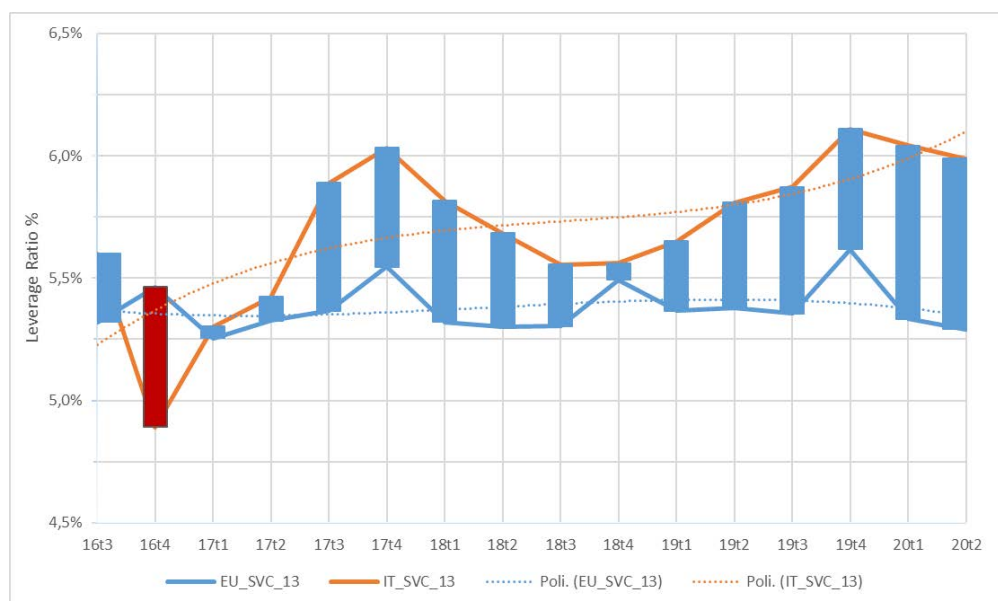
Sollecitate dall’emanazione delle Linee guida della BCE<sup>100</sup>, le banche con un elevato livello di NPL hanno implementato ambiziosi piani di smaltimento. La cessione sul mercato degli NPL ha rappresentato la modalità più rapida, se non l’unica alternativa disponibile, per smaltire il portafoglio accumulato di NPL. Alla fine del 2019, il rapporto tra NPL e totale prestiti era sceso al 6,6% per le banche italiane e al 2,8% per quelle europee. Le banche italiane avevano però svalutato il 53,8% degli NPL contro il 44,6% medio europeo. Quindi al netto delle svalutazioni il rapporto tra NPL e il totale dei prestiti, scende al 3,6% in Italia e all’1,2% in Europa. Si è quindi ridotto sensibilmente, ma non si è annullato, il divario tra le banche italiane e la media europea.

Le banche italiane mostrano, invece, indicatori generalmente migliori della media europea per i due nuovi strumenti introdotti durante la riforma regolamentare. In particolare, il Leverage Ratio, ossia il rapporto tra il capitale Tier 1 e il totale dell’attivo è in Italia alla fine del 2019 pari al 6,1% contro il 5,7% della media europea (Figura 1.9). Come detto in precedenza, il rapporto tra capitale e attivo non ponderato per il rischio è un indicatore trasparente e meno manipolabile degli indicatori basati sui RWA. L’attivo delle banche italiane è infatti molto orientato verso ai prestiti alla clientela piuttosto che a complesse operazioni finanziarie, magari utilizzando derivati, operazioni che come abbiamo visto permettono di ridurre i RWA.

<sup>100</sup>BCE (2017), “Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)”, disponibile [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance\\_on\\_npl.it.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.it.pdf)

Figura 1.9

### Leverage Ratio delle banche Europee e Italiane

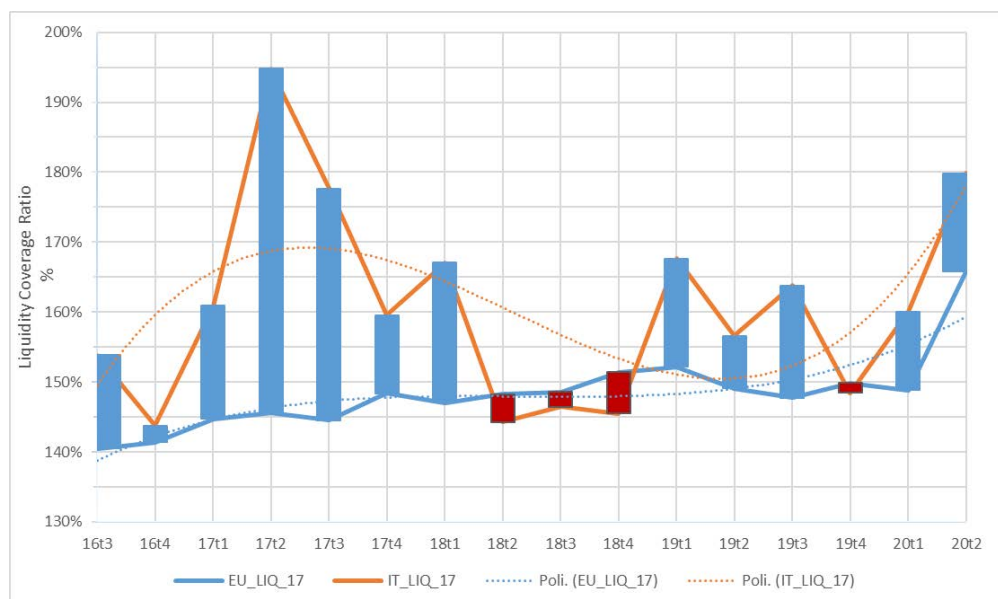


Fonte: Elaborazione su dati EBA, Eba Dashboard Interactive tool aggiornamento del 2020Q2, disponibile, <https://eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>

Anche il Liquidity Coverage ratio, assume in Italia valori superiori a quelli europei (Figura 1.10); mentre però la media europea è rimasta tra il 2016 e il 2019 sostanzialmente stabile intorno al 140%, quella italiana ha presentato ampie oscillazioni. La spiegazione è probabilmente nel fatto che i titoli di stato in Italia rappresentano una frazione più ampia – ma anche piuttosto variabile – del totale degli attivi bancari: ciò si riflette in un ammontare di HQLA di livello 1 (ossia del numeratore dell'indicatore<sup>101</sup>) più elevato, ma anche un po' più variabile. La più elevata esposizione ai titoli di stato può rappresentare una debolezza nei momenti di turbolenza finanziaria.

<sup>101</sup> Si veda la sezione 1.1.4.

### Liquidity Coverage Ratio delle banche Europee e Italiane



Fonte: Elaborazione su dati EBA, EBA Dashboard Interactive tool aggiornamento del 2020Q2, disponibile, <https://eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>

#### 1.6.3 Impatto del “quick fix bancario” osservato nel secondo trimestre del 2020

Nelle figure 7 e 9 abbiamo documentato, ma non commentato, l’andamento del CET1 Ratio e del Leverage Ratio nella prima metà del 2020. In particolare, nel primo trimestre del 2020, il CET1 Ratio delle banche europee è sceso dal 15,1% al 14,6% per poi risalire al 15% alla fine del secondo trimestre. Nello stesso periodo, il CET1 Ratio delle banche italiane è salito dal 14% a fine 2019, al 14,1% nel primo trimestre, fino al 14,8% del secondo trimestre.

Secondo i dati riportati da ECB<sup>102</sup> (2020) il miglioramento dei coefficienti patrimoniali delle banche nel secondo trimestre riflette in parte l’impatto delle modifiche del “quick fix”<sup>103</sup> descritte nel paragrafo 1.5. Per un sottoinsieme di 24 banche quotate che ha pubblicato la misura dell’impatto positivo determinato dalle modifiche normative, l’aumento mediano del CET1 ratio dovuto al quick fix è stato pari a 30 punti base (Tavola 1.3). Per le stesse banche e tenendo conto dell’effetto della mancata distribuzione dei dividendi, l’aumento complessivo del CET1 ratio è stato pari a 50 punti base, valore di poco superiore a quello medio ponderato segnalato da EBA<sup>104</sup> (2020). C’è una dispersione piuttosto ampia, in quanto il valore associato al 5° percentile è pari a 10 punti base, mentre quello il 95° a 78.

<sup>102</sup> ECB (2020), Financial Stability Review, November, disponibile <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202011~b7be9ae1f1.en.html#toc5>

<sup>103</sup> REGOLAMENTO (UE) 2020/873 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 24 giugno 2020 che modifica i Regolamenti (UE) n. 575/2013 (CRR) e (UE) 2019/876 (CRR II) per quanto riguarda alcuni adeguamenti in risposta alla pandemia di COVID-19, con l’obiettivo di massimizzare la capacità delle banche di erogare prestiti e assorbire perdite dovute al coronavirus.

<sup>104</sup> EBA (2020), “Eba Dashboard Interactive tool” aggiornamento del 2020Q2.

**Stima dell’impatto del “Quick fix” bancario sulla variazione del CET1 Ratio nel T2 del 2020  
(Δ in punti base)**

	Δ CET1 complessivo	Δ CET1 dovuto alle misure transitorie su IFRS9	Δ CET1 dovuto alla revisione del fattore SME
Percentile 5°	10	3	1
Percentile 25°	20	7	5
Percentile 50°	30	14	15
Percentile 75°	40	24	28
Percentile 95°	78	57	63

Fonte: Elaborazione sui dati di 24 banche quotate riportate in forma anonima in BCE (2020, FSR nov 2020).

Per avere un’idea della dimensione in valore assoluto, si può considerare che il totale dei RWA per le banche europee (escludendo il Regno Unito) è pari a poco meno di 10.000 miliardi di euro, quindi un impatto di 30 punti base equivale a una liberazione di capitale di poco inferiore a 30 miliardi. Una cifra significativa, ma certamente non imponente<sup>105</sup>.

Sempre sulla base dei dati riportati in BCE, è possibile stimare separatamente l’impatto derivante dalla modifica del regime transitorio dell’IFRS9 e quello dovuto alla revisione dei *supporting factor* per le PMI e per le infrastrutture. Guardando al valore mediano l’impatto delle due modifiche è stato pressoché equivalente: 14 punti base per l’IFRS9 e 15 punti base per il *supporting factor*. Per quest’ultimo, che è probabilmente più rilevante in Italia - data la struttura del nostro sistema delle imprese - la variabilità a livello europeo sembra essere maggiore di quella osservata per l’IFRS9.

La Banca d’Italia<sup>106</sup> non stima l’effetto del “quick fix”, ma segnala che la revisione del fattore SME ha determinato una riduzione di RWA, almeno per le banche non significative, mentre il regime transitorio IFRS9 ha avuto effetti per le banche significative. Se per ipotesi, l’effetto del “quick fix” fosse stato in Italia pari al valore assunto in Europa (60%) dell’incremento complessivo del CET1 Ratio, allora considerato che l’aumento del CET1 per le banche italiane riportato da EBA è stato pari a 75 punti base, l’impatto complessivo sarebbe base a 45 punti base. Tenuto conto che RWA per le banche italiane è pari a poco oltre 1.000 miliardi, l’impatto sarebbe lievemente inferiore ai 5 miliardi (su un totale di circa 155 miliardi di CET1).

<sup>105</sup> La BCE segnala anche che già nel 2020 è apprezzabile un effetto delle misure di emergenza anche sul calcolo del leverage ratio. Osservando i dati riportati nella figura 1.9, il leverage ratio delle banche europee nella prima metà de 2020 di oltre 30 punti base (dal 5,61% al 5,29%). Sulla base dei dati di marzo 2020, la BCE stima che l’esclusione (fino al 27 giugno 2021) delle esposizioni presso le banche centrali dai calcoli del coefficiente di leva finanziaria abbia pressoché dimezzato la caduta aggregata del coefficiente di leva finanziaria.

<sup>106</sup> Banca d’Italia (2020), “Rapporto sulla stabilità finanziaria”, Numero 2, Novembre, disponibile <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2020-2/index.html>.

Va comunque tenuto presente che alcune modifiche del “quick fix” saranno operative nella seconda parte del 2020. Tra queste vanno segnalate l’esonero degli investimenti in software dalla deduzione del capitale e, particolarmente significativo, l’introduzione del filtro prudenziale che sterilizza i guadagni e le perdite non realizzate sugli strumenti di debito, compresi i titoli di Stato.

#### 1.6.4 Considerazioni conclusive sulle riforme regolamentari

L’impatto immediato delle misure del “quick fix” è stimato in questo lavoro essere stato pari a circa 30 miliardi, valore importante ma significativamente inferiore alla previsione di 120 miliardi fornita dalla stessa ECB<sup>107</sup> nel marzo 2020 e riportata nel paragrafo 1.4.

Senza sottovalutare gli effetti dell’allentamento regolamentare, che era sicuramente necessitato e che è stato eseguito tempestivamente e con modalità appropriate, l’esperienza del 2020 dimostra quanto sia ancora necessario riflettere su strumenti anticiclici e “automatici” della regolamentazione. Ad esempio, pur avendone la possibilità, nessuna banca ha scelto di scendere sotto il livello obbligatorio del Capital Conservation Buffer, nonostante la distribuzione dei dividendi (ossia la penalizzazione associata con l’utilizzo di tale buffer) fosse stata comunque imposta dalla BCE a tutte le banche.

Il motivo è probabilmente da ricercare nel fatto che nei periodi di turbolenza finanziaria, le banche sono estremamente preoccupate dall’effetto stigma associato all’utilizzo di strumenti anticiclici e preferiscono mantenere elevato il livello di CET1 ratio, anche a costo di tagliare l’offerta di credito. Hanno, invece, funzionato le misure temporanee associate alla transizione dell’IFRS9 e all’ampliamento dello scopo del c.d. “SME supporting factor”, ossia misure automatiche, che mantenevano elevato il CET1 ratio. Per il futuro è certamente necessaria una riflessione delle autorità sul come integrare nel framework macroprudenziale delle banche strumenti “automatici” con obiettivi anticiclici.

Concludendo questo capitolo che ha presentato e commentato nel dettaglio il lungo e accidentato percorso di riforma regolamentare muoviamo dalla considerazione che vi sono pochi dubbi sul fatto che il rafforzamento patrimoniale del sistema bancario internazionale fosse necessario e che andasse limitata la capacità delle banche – soprattutto quelle di grande dimensione - di assumere rischi eccessivi nei mercati finanziari. Il fine ultimo di queste normative era contrastare i comportamenti improntati all’azzardo morale emersi con la grande crisi finanziaria. Molti Stati, infatti, sono dovuti intervenire ripianando perdite e/o offrendo garanzie, sostanzialmente illimitate, per evitare il fallimento delle banche che, magari, negli anni precedenti avevano generato e distribuito cospicui profitti.

---

<sup>107</sup> ECB (2020b), “ECB Banking Supervision provides further flexibility to banks in reaction to coronavirus.” Press release, 20 March, disponibile: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200320~4cddbfcf466.en.html>

Le analisi condotte e i dati presentati mostrano che questo processo è certamente andato avanti ed è ampiamente condivisa e condivisibile la valutazione che le banche erano alla fine del 2019 più solide e meglio capitalizzate di quanto lo fossero al momento del fallimento di Lehman Brothers.

Ricollegandoci alla nostra domanda di ricerca, che chiede di valutare potenziali effetti asimmetrici delle riforme regolamentari, dobbiamo però rilevare che le nostre analisi hanno evidenziato come l'aggiustamento sia stato molto più accentuato e costoso per le piccole banche, quelle con modelli di business più tradizionale rispetto alle grandi banche. Ciò in ragione dei motivi, analizzati nel dettaglio nei diversi paragrafi, che qui sintetizziamo:

- 1) L'aumento della complessità delle regole, che certamente è derivato dall'introduzione dei nuovi strumenti regolamentari che si sono aggiunti e non hanno sostituito quelli preesistenti, ha determinato costi di compliance relativamente molto più elevati per le imprese piccole.
- 2) Le difficoltà di accesso al mercato dei capitali rendono molto più difficile per le piccole imprese:
  - a. l'emissione degli strumenti di capitale ibridi relativamente meno costosi rispetto al CET1, per assolvere agli impegni regolamentari;
  - b. soddisfare i vincoli imposti dal MREL che richiedono alle banche di collocare sul mercato, cioè non ai propri clienti al dettaglio, strumenti in grado di assorbire le perdite in caso di crisi;
  - c. soprattutto, utilizzare complessi strumenti derivati e di cartolarizzazione, per ridurre il peso dei RWA rispetto al totale dell'attivo.
- 3) L'approccio prudenziale e uniforme alla gestione dei crediti deteriorati che in Europa ha caratterizzato la costruzione della Banking Union e l'innalzamento dei requisiti patrimoniali hanno determinato un costo addizionale legato alla gestione del credito, e in particolare, dei prestiti alle PMI, che sono il core business delle banche regionali e locali

Tutti i fattori richiamati limitano il ruolo delle banche di prossimità nel sostegno essenzialmente creditizio delle economie locali, sostegno che se bene esercitato presenta significativi benefici in termini di produttività ed efficienza del sistema economico. D'altro canto, però, il rafforzamento patrimoniale delle piccole banche le rende più solide rispetto al passato e le costringe a una governance più attenta alle esigenze di sana e prudente gestione. È perciò ragionevole assumere che l'inasprimento delle regole prudenziali abbia reso queste banche meno sensibili alle oscillazioni finanziarie e a shock esogeni sia in termini assoluti, sia in rapporto alle grandi banche.

# Capitolo 2: La finanza sostenibile nell'attuazione da parte degli intermediari di diversa dimensione

## 2.1 Perché la finanza sostenibile è cruciale per uscire dalla crisi pandemica

La nuova Commissione Europea presieduta da Ursula von der Leyen, in carica dal dicembre 2019, ha segnato l'avvio di una nuova fase nel dibattito europeo sulla sostenibilità ambientale. Pochi mesi dopo il suo insediamento, ha annunciato il Green Deal<sup>108</sup>, che è parte integrante della strategia della Commissione per attuare l'Agenda 2030 e gli obiettivi di sviluppo sostenibile proposti dalle Nazioni Unite<sup>109</sup>, con l'ambizione di modificare l'economia europea nei prossimi decenni (entro il 2050) in chiave di sostenibilità. L'obiettivo più rilevante del Green Deal è quello di incrementare al 50-55% la riduzione delle emissioni di gas a effetto serra (rispetto ai dati del 1990) da raggiungere entro il 2030, rispetto al 40% indicato in precedenza nello Action Plan. L'obiettivo finale è conseguire la neutralità climatica entro il 2050. La Figura 2.1 sintetizza gli elementi portanti dell'ambizioso progetto.

Figura 2.1



Fonte: COM (2019) 640, COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE Il Green Deal europeo, Bruxelles, 11.12.2019.

<sup>108</sup> COM(2019) 640, COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE Il Green Deal europeo, Bruxelles, 11.12.2019.

<sup>109</sup> L'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile è un programma sottoscritto nel 2015 dai governi dei 193 Paesi membri dell'ONU che ingloba 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile – Sustainable Development Goals, SDGs – in un programma d'azione per un totale di 169 'target' o traguardi.

La Commissione europea ha anche annunciato un Piano di investimenti per un'Europa sostenibile<sup>110</sup> per mobilitare investimenti green, privati e pubblici, per un ammontare di almeno 1.000 miliardi di euro nel prossimo decennio. Un ruolo fondamentale per finanziare tale transizione verde è, quindi, attribuito agli investimenti privati, il cui coinvolgimento è previsto nell'ambito della strategia di “finanza sostenibile”.

La crisi pandemica ha, ovviamente, concentrato l'attenzione dei Governi europei sui necessari programmi di stimolo per rilanciare l'economia dopo la crisi; l'epidemia ha così determinato un rallentamento dei lavori sulle proposte legislative relative al Green Deal. In realtà, non tutti i governi condividevano la posizione della Commissione europea che – appoggiata da Germania, Francia, Italia e Spagna – sosteneva come il Green Deal europeo fosse esattamente la strategia di crescita in grado di stimolare la ripresa economica dell'Europa, affrontando al contempo l'emergenza climatica globale.

Pertanto, un momento decisivo è rappresentato dal Consiglio Europeo del 20 luglio 2020<sup>111</sup>, durante il quale è stato definitivamente approvato un pacchetto di ampia portata che combinava il futuro quadro finanziario pluriennale (QFP) con uno specifico sforzo per la ripresa nell'ambito dello strumento Next Generation EU, in Italia spesso chiamato Recovery Fund. Nel contempo, viene previsto che il 30% del totale della spesa finanziata nell'ambito del QFP e di Next Generation EU deve essere coerente con gli obiettivi del Green Deal. Inoltre viene stabilito che *“in linea di principio, tutte le spese dell'UE dovrebbero essere coerenti con gli obiettivi dell'accordo di Parigi”*.

La stretta correlazione tra ripresa economica dopo la crisi pandemica e contrasto ai cambiamenti climatici motiva gli approfondimenti di questo capitolo, soprattutto alla luce del ruolo chiave che la strategia europea di finanza sostenibile svolge per la mobilitazione delle risorse private. Le banche e gli investitori istituzionali hanno un ruolo decisivo, sia come finanziatori degli investimenti, sia per la capacità di coinvolgere i risparmiatori. Inoltre, per le banche il successo del piano di ripresa economica limiterebbe i rischi di una fortissima crescita dei fallimenti societari e dei prestiti deteriorati.

Più in generale, come recentemente sottolineato dal CEO di Morgan Stanley<sup>112</sup>: *“L'introduzione delle dimensioni ESG nel business bancario non si configura quindi solo come un obbligo, quanto piuttosto come*

---

<sup>110</sup> COM(2020) 21, COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI Piano di investimenti per un'Europa sostenibile Piano di investimenti del Green Deal europeo, Bruxelles, 14.1.2020.

<sup>111</sup> Conclusioni adottate dal Consiglio europeo nella riunione nella Riunione straordinaria del Consiglio europeo (17, 18, 19, 20 e 21 luglio 2020) disponibili <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2020/07/21/european-council-conclusions-17-21-july-2020/>

<sup>112</sup> Cfr. Gorman, J (2020) “Se non abbiamo un pianeta, non potremo certo avere un buon sistema finanziario”, disponibile: <https://www.esgnelbusinessbancario.it/>.



*una opportunità di generare valore in una prospettiva di medio-lungo periodo, sostenuta dall'evoluzione regolamentare.*” Quest’affermazione ci fornisce un importante spunto per analizzare, nei paragrafi successivi, nello specifico le modifiche normative che impegneranno le banche, gli investitori istituzionali, gli emittenti in un programma di implementazione di medio/lungo termine.

Sono state finora le banche più grandi a svolgere un ruolo proattivo per lo sviluppo dell’economia in un’ottica sostenibile: infatti questi player hanno una maggiore sensibilità al tema di rafforzare la reputazione e la credibilità sui mercati finanziari e dispongono di maggiori risorse sia di capitale sia di personale da dedicare alle nuove ed importanti tematiche ambientali.

Bisogna però ampliare l’orizzonte e considerare che questo processo di riallocazione delle risorse economiche avrà un impatto su tutte le banche. Solo come esempio, si pensi che nella gestione del portafoglio prestiti tutte le banche dovranno incorporare una dimensione nuova che definisce il grado di esposizione a settori in base alla loro rischiosità ambientale, per evitare di trovarsi in futuro con attività “tossiche” a garanzia degli impieghi: si tratta del c.d. “rischio di transizione”. Insomma, come solo gli operatori economici che hanno saputo fronteggiare con successo la grande sfida della digitalizzazione sono stati in grado di crescere e prosperare, ora solo quelli che sapranno gestire la sfida dell’integrazione dei criteri di sostenibilità nel proprio business model avranno opportunità di sviluppo.

Anche in questo contesto, i legislatori e le autorità svolgeranno un ruolo decisivo nel regolamentare un fenomeno nuovo e in rapida evoluzione, con l’obiettivo di tutelare gli investitori e garantire la stabilità nei mercati finanziari. Andrà però evitato che la regolamentazione imponga inutili costi sugli operatori privati, in particolari su quelli più piccoli, e mantenga un approccio bilanciato e proporzionato agli scopi da perseguire.

## **2.2 Definizione di finanza sostenibile: l’Action Plan**

Negli ultimi anni, la finanza sostenibile è divenuta un argomento sempre più rilevante nell'agenda politica internazionale, europea e nazionale, ma non esiste una sua definizione comunemente accettata.

Secondo Claringbould, Kock e Owen<sup>113</sup>, la sostenibilità è entrata nell’agenda europea già dal 1987 con il rapporto Brundtland, “Our Common Future”<sup>114</sup>, che ha definito e reso popolare il termine "sviluppo

---

<sup>113</sup> Claringbould, Duco; Koch, Martin; Owen, Philip (2019): Sustainable Finance: The European Union’s Approach to Increasing Sustainable Investments and Growth – Opportunities and Challenges, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, ISSN 1861-1559, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 88, Iss. 2, pp. 11-27.

<sup>114</sup> UN World Commission on Environment and Development, ed., Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future (1987) disponibile su: <http://www.environmentandsociety.org/mml/un-world-commission-environment-and-development-ed-report-world-commission-environment-and->

sostenibile”, ossia ‘*development that meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs*’. Da allora, l’ambiente è entrato a pieno titolo nell’agenda europea.

Nell'ottobre 2014 i leader dell'UE hanno concordato gli obiettivi principali della politica in materia di cambiamento climatico per il 2030<sup>115</sup>: ciò ha avviato la transizione dell’Europa verso un'economia a basse emissioni di carbonio, più efficiente sotto il profilo delle risorse, circolare, più competitiva e sostenibile. Ma è la conferenza sul clima Cop21 nel dicembre 2015, come spiegano ancora Claringbould, Kock e Owen, il momento cruciale per cementare il collegamento tra le questioni ambientali e quelle finanziarie. L'obiettivo principale dell'accordo di Parigi è, come noto, quello di mantenere l'aumento della temperatura media globale al di sotto dei 2 gradi Celsius rispetto ai livelli preindustriali, raccomandando sforzi aggiuntivi per limitarlo a 1,5 gradi Celsius. Nel contempo, l'articolo 2.1.c dell'accordo di Parigi identifica l'obiettivo di rendere "*i flussi finanziari coerenti con un percorso di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra e di sviluppo resiliente ai cambiamenti climatici*".

È quindi nel 2016 che la Commissione europea ha iniziato a sviluppare la strategia globale in materia di finanza sostenibile, con l'aiuto di un gruppo di esperti ad alto livello (HLEG). Il mandato dell'HLEG rifletteva già elementi chiave di un concetto più ampio di finanziamento sostenibile, andando oltre l'attenzione ambientale della finanza verde. Questo approccio concettuale della finanza sostenibile è stato ulteriormente specificato dalla Commissione europea nella definizione del suo piano d'azione sul finanziamento della crescita sostenibile del marzo 2018<sup>116</sup>, sostanzialmente allineando la “finanza sostenibile” ai criteri ESG (Environmental, Social, Governance)<sup>117</sup>.

*“Per “finanza sostenibile” si intende generalmente il processo di tenere in debita considerazione, nell’adozione di decisioni di investimento, i fattori ambientali e sociali, per ottenere più investimenti in attività sostenibili e di più lungo termine. Più precisamente, le considerazioni di ordine ambientale (**Environmental**) fanno riferimento all’attenuazione dei cambiamenti climatici e all’adattamento a questi nonché in senso lato all’ambiente e ai rischi connessi, come per esempio le catastrofi naturali. Le considerazioni di ordine sociale (**Social**) possono fare riferimento a questioni di ineguaglianza, inclusività, rapporti di lavoro, investimenti in capitale umano e comunità. Le considerazioni di ordine ambientale e sociale sono spesso interconnesse, in particolare poiché i cambiamenti climatici possono esacerbare i sistemi di ineguaglianza in essere. La*

---

<sup>115</sup> European Commission Press release, 2030 climate and energy goals for a competitive, secure and low-carbon EU economy Brussels, 22 January 2014 disponibile: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_14\\_54](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_14_54).

<sup>116</sup> COM (2018) 97, COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO EUROPEO, AL CONSIGLIO, ALLA BANCA CENTRALE EUROPEA, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI. Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile dell'8 marzo 2018.

<sup>117</sup> L'acronimo ESG fu coniato nel 2004 nel report “Who Cares Wins” disponibile: [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_corporate\\_site/sustainability-at-ifc/publications/publications\\_report\\_whocareswins\\_wci\\_1319579355342](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/sustainability-at-ifc/publications/publications_report_whocareswins_wci_1319579355342). Il report nasceva da una iniziativa del Presidente dell'ONU Kofi Annan che aveva coinvolto alcune delle maggiori istituzioni finanziarie internazionali e fu coordinato da Ivo Knoepfel, fondatore di on Values.

*governance (Governance) delle istituzioni pubbliche e private, comprese le strutture di gestione, le relazioni con i dipendenti e la retribuzione dei manager, svolge un ruolo fondamentale nel garantire l'inclusione delle considerazioni ambientali e sociali nel processo decisionale”*

I dieci punti previsti del Piano di azione sono sintetizzati nella Figura 2.2 e costituiscono gli strumenti ritenuti necessari per raggiungere i tre obiettivi identificati nel Piano<sup>118</sup>:

1. *riorientare i flussi di capitali verso investimenti sostenibili al fine di realizzare una crescita sostenibile e inclusiva;*
2. *gestire i rischi finanziari derivati dai cambiamenti climatici, l'esaurimento delle risorse, il degrado ambientale e le questioni sociali;*
3. *promuovere la trasparenza e la visione a lungo termine nelle attività economico-finanziarie.*

Alcuni dei 10 punti del Piano sono stati già implementati in normative europee, altri sono in corso di implementazione. Nella sezione del sito della Consob<sup>119</sup> è possibile raccogliere materiale dettagliato e aggiornato sullo stato dell'arte a livello normativo dell'agenda riformatrice. I paragrafi 2.2-2.4 forniranno un aggiornamento puntuale e sintetico.

Figura 2.2

<b>FIGURA 1. I dieci punti del Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile</b>	
1.	<b>Introdurre una "tassonomia" europea per la finanza sostenibile, ovvero un sistema condiviso di definizione e classificazione delle attività economiche sostenibili</b>
2.	<b>Creare standard e certificazioni di qualità per i green bond, con l'obiettivo di garantire la credibilità del mercato e rafforzare la fiducia degli investitori</b>
3.	<b>Incrementare gli investimenti verso infrastrutture sostenibili (per esempio, le reti di trasporto) sia negli Stati membri, sia nei paesi partner</b>
4.	<b>Modificare le Direttive MiFID II e IDD e le linee guida ESMA sulla valutazione di adeguatezza dei prodotti, includendo le preferenze dei clienti in materia di sostenibilità tra gli elementi da considerare nell'ambito dei servizi di consulenza</b>
5.	<b>Rendere più trasparenti le metodologie adottate dagli index provider nella costruzione dei benchmark di sostenibilità, armonizzando in particolare gli indici low-carbon</b>
6.	<b>Incoraggiare l'integrazione dei criteri di sostenibilità ambientale, sociale e di governance (ESG) da parte delle società di rating e di ricerca di mercato</b>
7.	<b>Introdurre i criteri di sostenibilità nella definizione di dovere fiduciario, che vincola gli investitori istituzionali ad agire nel migliore interesse dei beneficiari</b>
8.	<b>Valutare la possibilità di introdurre una riduzione nei requisiti patrimoniali minimi delle banche in relazione agli investimenti sostenibili dal punto di vista ambientale (il cosiddetto "green supporting factor"), nel caso in cui i profili di rischio siano effettivamente inferiori</b>
9.	<b>Migliorare qualità e trasparenza della rendicontazione non finanziaria delle imprese, allineando le attuali linee guida sui rischi climatici alle raccomandazioni della Task Force on Climate-related Financial Disclosures del Financial Stability Board</b>
10.	<b>Incoraggiare l'integrazione dei criteri ESG e l'adozione di un approccio di lungo periodo nei processi decisionali dei Consigli di Amministrazione</b>
Fonte: Elaborazione del Forum per la Finanza Sostenibile da: Commissione Europea 2018, <i>Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile</i> : <a href="https://bit.ly/2xL9OrF">https://bit.ly/2xL9OrF</a>	

<sup>118</sup> Cfr. COM (2018) 97, COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO EUROPEO, AL CONSIGLIO, ALLA BANCA CENTRALE EUROPEA, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI. Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile dell'8 marzo 2018.

<sup>119</sup> Cfr. il sito Consob: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/finanza-sostenibile>

In definitiva, l'Action Plan si fonda su un legame ritenuto inscindibile tra sostenibilità, finanza e sviluppo dell'economia e presuppone la capacità dell'Unione Europea di avere una leadership mondiale sul tema del contrasto ai cambiamenti climatici e, in generale, di sostenibilità.

Un'ulteriore accelerazione a questo processo potrebbe essere impressa dall'inserimento nella regolamentazione bancaria e finanziaria del c.d. “*green supporting factor*”, ossia attraverso il riconoscimento agli investimenti verdi e sostenibili di un vantaggio in termini di minori requisiti patrimoniali. La discussione in materia è stata avviata ma finora non ha portato ad alcun fatto concreto. D'altra parte, adottare questa impostazione è rischioso in quanto si dirotterebbero ingenti risorse verso progetti che, se poi non avessero successo, potrebbero creare una pericolosa bolla speculativa, con effetti deleteri per le banche e i risparmiatori.

La regolamentazione non deve creare, per quanto possibile, arbitraggi sui mercati e/o favorire la riallocazione delle risorse. Deve piuttosto perseguire l'obiettivo di favorire la trasparenza delle informazioni e una standardizzazione delle comunicazioni, basate su oggettivi parametri scientifici. Questa strategia regolamentare deve permettere a tutti gli operatori – grandi e piccoli, di differenti settori economici - di operare con costi di compliance contenuti e di avere la possibilità di valutare le migliori opportunità di business.

Come vedremo nei prossimi paragrafi, l'Unione Europea è andata avanti molto rapidamente nell'emanazione di regolamenti nell'ambito dell'Action plan; non sempre però le nuove regole sono di immediata applicazione e, probabilmente, servirà un congruo lasso di tempo per arrivare a un quadro regolamentare assestato e adeguato alla sfida intrapresa.

## **2.3 I Regolamenti europei approvati nell'ambito dell'Action Plan sulla finanza sostenibile**

### 2.3.1 Regolamento Disclosure

Il Regolamento 2019/2088<sup>120</sup> relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (Sustainable Finance Disclosure Regulation, abbreviato con SFDR) disciplina il contenuto, le metodologie e le modalità di rappresentazione delle informazioni necessarie per garantire gli investitori di fondi d'investimento, polizze, fondi pensione e prodotti finanziari. Pertanto, le società che gestiscono il risparmio debbono offrire agli investitori: 1) informazioni relative al modo in cui i rischi per la sostenibilità sono incorporati nel processo decisionale in materia di investimenti dal gestore; 2) la comunicazione relativa ai principali impatti negativi (Principal Adverse Impact, PAI) sui fattori di sostenibilità degli investimenti

---

<sup>120</sup> REGOLAMENTO (UE) 2019/2088 del parlamento europeo e del consiglio, del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

effettuati dal gestore: 3) le informazioni tecniche per i prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali o sociali o hanno come obiettivo la sostenibilità.

Il Regolamento è direttamente applicabile ma fornisce solo principi e non i dettagli tecnici su ciò che deve essere effettivamente divulgato. Viene perciò richiesto alle Autorità di settore (EBA, EIOPA e ESMA) di definire un RTS (*Regulatory Technical Standard*) con indicazioni specifiche più granulari per quanto riguarda il contenuto, le metodologie e la presentazione di alcune delle informazioni. Il 20 aprile 2020 le tre Autorità hanno posto in consultazione la proposta di RTS<sup>121</sup>, anche se nella proposta è stato sviluppato soltanto uno dei cinque allegati che dovranno essere utilizzati come modelli per presentare le informazioni.

In particolare, il progetto prevede che vadano evidenziate - nelle informazioni precontrattuali, nel sito web e nell'informazione periodica sui prodotti - le caratteristiche dei prodotti c.d. "mild ESG", ossia quelli, che, tra le altre cose, promuovono caratteristiche ambientali o sociali (art. 8 della SFDR) e di quelli "full ESG", ossia gli investimenti sostenibili e per i quali è stato identificato un benchmark di riferimento (art. 9 della SFDR).

Nel sito delle società di gestione del risparmio vanno divulgati i dettagli della politica di investimento per valutare gli impatti negativi delle decisioni/raccomandazioni di investimento (*adverse sustainability impacts statement*). Infine, l'art. 4 del progetto dei RTS prescrive un modello per la "Dichiarazione sugli impatti negativi sulla sostenibilità" e propone una griglia di KPI che comprende fino a 50 distinte informazioni quantitative su metriche ESG complesse (32 elementi di dati obbligatori e altri 18 elementi di dati facoltativi). Sedici di queste informazioni riguardano l'ambiente ed il clima; gli altri si soffermano invece sulle questioni sociali rilevanti per i dipendenti delle aziende oggetto di investimento, sulla loro governance, sul rispetto dei diritti umani. Il livello di dettaglio è piuttosto elevato. Ad esempio, tra i *principal adverse impacts* in tema ambientale viene richiesto di indicare, il consumo di energia delle compagnie investite, la mancanza di pratiche strutturate per garantire la biodiversità e l'ecosistema (il c.d. *Lyfe cycle assessment – LCA*), i rifiuti emessi (distinti tra trattati e non trattati). Quanto ai principali impatti negativi in termini sociali e di governance occorre precisare il rispetto delle normative sul lavoro, la differenza di salari tra uomini e donne, ed anche l'*excessive CEO pay ratio*, un indice che misura il rapporto tra la remunerazione dell'amministratore delegato e la retribuzione media degli altri dipendenti.

Le Autorità terranno conto delle sollecitazioni ricevute nella pubblica consultazione e, soprattutto, dovranno integrare le parti ancora incomplete dell'RTS, con riferimento in particolare agli indicatori di

---

<sup>121</sup> L'RTS in consultazione è disponibile: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/jc\\_2020\\_16\\_-\\_joint\\_consultation\\_paper\\_on\\_esg\\_disclosures.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/jc_2020_16_-_joint_consultation_paper_on_esg_disclosures.pdf).

sostenibilità in relazione agli impatti negativi nel campo delle questioni sociali e dei lavoratori, al rispetto dei diritti umani, alla lotta alla corruzione (articolo 4, paragrafo 7 della SFDR). Il processo dovrebbe terminare entro il 31 dicembre 2021.

Il problema è che la maggior parte degli obblighi previsti dall'SFDR dovrebbe entrare in vigore nell'UE il 10 marzo 2021. Al momento, quindi, vi è una diffusa incertezza tra gli operatori su quando e quali obblighi entreranno effettivamente in vigore nel 2021, anche se si immagina che almeno per un periodo iniziale la *disclosure* andrà fatta sulla base del principio di *best effort*.

L'implementazione di questo regolamento è, quindi, alle porte ma mancano chiarimenti applicativi. Vedremo nel prossimo paragrafo che la stessa situazione si è verificata per il regolamento benchmark. Purtroppo, alla velocità di approvazione dei regolamenti non è seguita la stessa velocità di implementazione operativa. Ovviamente, nel futuro occorrerà concedere agli operatori il necessario tempo di preparazione. La brevità dei tempi rende ancora più complesso il processo di adeguamento soprattutto per i piccoli operatori, che probabilmente sono anche quelli che invece ne avrebbero più bisogno, dato il minor coinvolgimento nella materia che finora hanno dimostrato.

### 2.3.2 Regolamento Benchmark

Il Regolamento 2019/2089<sup>122</sup>, modificando il precedente atto normativo sugli indici di riferimento, ha introdotto due nuove classi di “benchmark climatici”:

- 1) la classe di indici rivolti alla transizione climatica (EU Climate Transition Benchmark) che selezionano i titoli integrandoli con valutazioni ESG e sulla base degli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas serra delle società investite, in modo che il portafoglio si vada a collocare su una traiettoria (obiettivamente misurabile) di decarbonizzazione e di progressivo allineamento agli obiettivi fissati dall'Accordo di Parigi;
- 2) la classe di indici già allineati all'accordo di Parigi (EU Paris-aligned Benchmark) che, invece, selezionano i titoli in modo che il livello di emissioni del portafoglio sia già oggi coerente con uno scenario compatibile con l'Accordo di Parigi.

Tale regolamento mira quindi ad aumentare la trasparenza del mercato poiché mediante l'introduzione di questi indici di riferimento i gestori e gli investitori possono disporre di ulteriore informativa e garanzia. In

---

<sup>122</sup> REGOLAMENTO (UE) 2019/2089 del parlamento europeo e del consiglio, del 27 novembre 2019 che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento.

particolare, i gestori e gli investitori potranno confrontare due diverse classi di indici e potranno scegliere se preferire titoli già in linea con gli accordi di Parigi o quelli in transizione. I benchmark influenzano quindi le scelte dei gestori e degli investitori ma anche – sia pure indirettamente – i modelli di business delle società quotate interessate a far parte degli indici di riferimento. Queste società avranno infatti la spinta ad allinearsi rapidamente ai criteri regolamentari per poter entrare nell'indice e, così facendo, aumentare la liquidità del proprio titolo e, più in generale, aumentare l'interesse degli investitori per le proprie azioni. Ciò avviene perché gli investitori possono indirettamente comprare azioni di una società appartenente a un indice attraverso l'acquisto di ETF indicizzati o fondi comuni che replicano gli indici.

La regolamentazione si pone anche l'importante compito di limitare il rischio di greenwashing<sup>123</sup> che, quando viene “smascherato”, non danneggia soltanto l'azienda in questione ma può creare gravi problemi reputazionali per tutto il settore. Per questi motivi, per evitare tensioni sui mercati, il Regolamento pone degli obblighi in capo ai *provider* degli indici che devono essere specifici e definiti analiticamente con degli atti delegati.

Il Regolamento doveva entrare in vigore entro il 30 aprile 2020. Tuttavia, in mancanza dell'emanazione degli atti delegati, il 29 aprile l'ESMA ha pubblicato una *opinion*<sup>124</sup> dove argomentava che le Autorità dei mercati non avrebbero dovuto dare priorità alla supervisione e all'applicazione del Regolamento Disclosure. Successivamente, sono stati pubblicati tre atti delegati che definiscono gli obblighi in carico ai provider dei benchmark<sup>125</sup>. I regolamenti delegati sono stati pubblicati nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea il 3 dicembre 2020 e sono entrati in vigore il 23 dicembre 2020. Pertanto, nel 2021 è ragionevole attendersi che le Autorità intensificheranno la vigilanza sui requisiti di informativa stabiliti.

### 2.3.3 Regolamento UE su tassonomia investimenti sostenibili

Dopo un lungo periodo preparatorio, connotato essenzialmente dal lavoro dell'High Level Group costituito nel 2016 per contribuire alla definizione della strategia europea della finanza sostenibile<sup>126</sup>, nel

---

<sup>123</sup> “Greenwashing: strategia di comunicazione volta a sostenere e valorizzare la reputazione ambientale dell'impresa mediante un uso disinvolto di richiami all'ambiente nella comunicazione istituzionale e di prodotto, non supportato da risultati reali e credibili sul fronte del miglioramento dei processi produttivi adottati o dei prodotti realizzati”. Definizione disponibile su <https://www.glossariomarketing.it/significato/greenwashing/> consultata il 12/01/2021.

<sup>124</sup> *Opinion of the European Securities and Markets Authority of 29 April 2020 on appropriate supervisory and enforcement practices in respect of the new disclosure requirements in Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council relating to sustainability-related disclosures for benchmarks.* Disponibile: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma41-137-1300\\_esmar\\_article\\_9a3\\_opinion\\_-\\_bmr\\_nca.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma41-137-1300_esmar_article_9a3_opinion_-_bmr_nca.pdf).

<sup>125</sup> In particolare, si tratta: i) del Regolamento delegato (UE) 2020/1816 che stabilisce il modello e le informazioni da divulgare su come i fattori ESG si riflettono in ciascun benchmark fornito e pubblicato; ii) del regolamento delegato (UE) 2020/1817 che disciplina il contenuto minimo sulla metodologia di come i fattori ESG si riflettono sul benchmark; iii) del regolamento delegato (UE) 2020/1818 che descrive gli standard minimi per il benchmark per la transizione climatica e di quello allineato a Parigi.

<sup>126</sup> Tutta la documentazione relativa ai lavori del gruppo è disponibile [https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-high-level-expert-group\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-high-level-expert-group_en).

giugno 2020, è stato approvato il Regolamento (UE) 2020/852, ossia il c.d. regolamento sulla tassonomia<sup>127</sup>. L'obiettivo della tassonomia è di creare la prima “green list” al mondo – ossia un sistema di classificazione per le attività economiche sostenibili – per creare un linguaggio comune, puntuale e preciso, per gli investimenti in progetti e attività economiche che hanno un impatto positivo sostanziale sul clima e sull'ambiente.

Il regolamento sulla tassonomia definisce i criteri riconosciuti dall'Unione Europea per identificare le “attività sostenibili, le “attività abilitanti” e le “attività per la transizione”.

I requisiti minimi che le attività economiche devono rispettare per essere considerate sostenibili dal punto di vista ambientale sono:

- a) contribuire in modo sostanziale a uno o più dei 6 seguenti obiettivi ambientali
  1. Mitigazione dei cambiamenti climatici
  2. Adattamento ai cambiamenti climatici
  3. Uso sostenibile e protezione delle risorse idriche e marine
  4. Transizione verso un'economia circolare
  5. Prevenzione e controllo dell'inquinamento
  6. Protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi;
- b) non danneggiare in modo significativo ("DNSH") nessuno degli altri obiettivi ambientali;
- c) essere effettuata nel rispetto delle garanzie minime di tipo sociale e di governance;
- d) essere conforme ai criteri tecnici elaborati sotto forma di atti delegati, applicabili dal 1° gennaio 2022 per gli obiettivi legati al clima e dal 1° gennaio 2023 per gli altri obiettivi ambientali.

Esempi di attività sostenibile sono la “produzione di elettricità di una centrale eolica” o la “forestazione e l'imboschimento” o mezzi di trasporto a zero emissioni come le macchine elettriche o i pannelli solari che hanno emissioni vicino allo zero<sup>128</sup>. Un aspetto controverso che ha segnato tutto il percorso di approvazione del Regolamento è il trattamento dell'energia nucleare. Il TEG, l'organismo tecnico di supporto alla Commissione, a cui è stato richiesto un parere ha, di fatto, evitato di esprimere un parere definitivo. Da un lato, l'energia nucleare è *low carbon*, dall'altro, lo smaltimento delle scorie è una fase critica del processo produttivo e non è chiaro se possa superare il testo di “*do not significat harm, DNSH*”.

Un'attività è detta “*attività abilitante*” se consente direttamente ad altre attività di contribuire a uno o più obiettivi ambientali fissati dalla tassonomia, a condizione che tale attività economica:

- a) non determini un lock-in di attività in grado di compromettere gli obiettivi ambientali a lungo termine, tenendo presente la durata economica di tali attività;

---

<sup>127</sup> REGOLAMENTO (UE) 2020/852 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL DEL CONSIGLIO del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088.

<sup>128</sup> Gli esempi citati sono tratti da TEG (2020) “Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance” marzo 2020 disponibile: [https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group_en).



- b) abbia un impatto ambientale sostanzialmente positivo, sulla base di considerazioni relative al ciclo di vita.

Anche il concetto di “attività abilitante” è abbastanza semplice da comprendere. Ad esempio, la produzione di turbine per l’energia eolica “abilita” una sostanziale riduzione delle emissioni, anche se la produzione della turbina è un’attività inquinante. Allo stesso modo, l’installazione di caldaie efficienti abilita una riduzione delle emissioni degli edifici.

Infine, un'attività, può essere denominata "*attività transitoria*", se è in grado di offrire un contributo sostanziale all'obiettivo ambientale della mitigazione dei cambiamenti climatici alle seguenti condizioni:

- a) non esista un'alternativa tecnologicamente ed economicamente fattibile a basse emissioni di carbonio;
- b) supporti la transizione verso un'economia climaticamente neutra coerente con un percorso per limitare l'aumento della temperatura a 1,5 ° C sopra i livelli pre-industriali
- c) l'attività:
  - presenti livelli di emissioni di gas serra che corrispondano alle migliori prestazioni nel settore o nell'industria;
  - non ostacoli lo sviluppo e la diffusione di alternative a basse emissioni di carbonio;
  - non porti a un lock-in di attività ad alta intensità di carbonio, considerando la durata economica di tali attività.

Questa definizione è più controversa delle precedenti. Esempi riguardano la ristrutturazione degli edifici e autobus a lunga percorrenza con un livello di emissione minore di 50g di CO2 al chilometro, in quanto questo livello sarebbe ritenuto coerente con il principio di migliori prestazioni nel settore. Ma il concetto di identificare i livelli di migliori prestazioni non è sempre di facile applicazione.

Il Regolamento sulla tassonomia introduce ulteriori obblighi informativi che i gestori dei fondi devono integrare a quelli del Regolamento disclosure (si veda la sezione 2.2.2). In particolare, i prodotti finanziari che investono in attività economiche ecosostenibili devono indicare la quota di attività ecosostenibili selezionate per il prodotto finanziario, oltre che la quota delle attività abilitanti e di quella di transizione. Tali informazioni sono divulgate sia nelle informative precontrattuali sia nell’informativa periodica.

Infine, Il Regolamento modifica la direttiva sulla comunicazione non finanziaria ("NFRD") (si veda il paragrafo 2.3). Nello specifico, le imprese che rientrano nel perimetro della NFRD devono includere nella loro dichiarazione non finanziaria:

- la percentuale del loro fatturato derivante da prodotti o servizi associati ad attività economiche sostenibili dal punto di vista ambientale;
- la percentuale del loro capitale e delle spese operative relative ad attività o processi associati ad attività ecosostenibili.

Si tratta ovviamente di informazioni preziose per costruire un portafoglio di investimento verde e per analizzare i piani di transizione delle imprese e le strategie di sostenibilità ambientale. Un grande problema riguarda però cosa fare per le società non europee e, più in generale, per quelle che non rientrano nell'ambito di applicazione della NFRD. Le procedure di due diligence al momento abbozzate dai lavori tecnici pongono pesanti oneri aggiuntivi sugli investitori e, certamente, saranno oggetto di una serrata discussione nei prossimi mesi.

La Commissione europea ha avviato lo scorso 20 novembre una consultazione pubblica sui primi due atti delegati<sup>129</sup>, cioè sui criteri di controllo tecnico riferiti ai primi due obiettivi ambientali. Ricordiamo che si tratta: della mitigazione dei cambiamenti climatici e dell'adattamento ai cambiamenti climatici, obiettivi per i quali si indicheranno limiti quantitativi da non superare.

Per gli altri quattro obiettivi ambientali, la tassonomia dovrebbe essere definita entro la fine del 2021 e si applicherà entro la fine del 2022. Entro giugno 2021, la Commissione dovrebbe adottare un atto delegato che specifichi nel dettaglio le informazioni da divulgare ai sensi della Direttiva sulla rendicontazione non finanziaria. Le prime relazioni degli emittenti e le informazioni degli investitori che utilizzano la tassonomia dell'UE sono previste per l'inizio del 2022, con riferimento all'esercizio 2021.

Sulla base dell'art. 20 del regolamento della tassonomia e tenuto conto della scadenza del TEG, è stato costituito un gruppo permanente di esperti, denominato "Piattaforma per la finanza sostenibile" di cui fanno parte authority europee, rappresentanti di portatori d'interesse privati, esperti, accademici. La Piattaforma fornisce consulenza alla Commissione per sviluppare la strategia della Finanza sostenibile e per implementare e adeguare nel tempo la tassonomia.

## **2.4 Revisione della Direttiva in materia di informazioni non finanziarie (c.d. NFRD)**

L'Europa, con la Direttiva 2014/95<sup>130</sup> (c.d. NFRD) è l'unica giurisdizione internazionale a imporre alle imprese un obbligo di divulgare informazioni non finanziarie, anche se tale obbligo è previsto per le sole imprese, banche e compagnie di assicurazioni di maggiori dimensioni. Se infatti si vanno a guardare le analisi della diffusione globale del reporting di sostenibilità nel corso degli anni, le definizioni di "Responsabilità

---

<sup>129</sup> I due Atti delegati in consultazione sono disponibili: [https://ec.europa.eu/info/files/201120-taxonomy-regulation-delegated-act\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/201120-taxonomy-regulation-delegated-act_en).

<sup>130</sup> DIRETTIVA 2014/95/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 22 ottobre 2014 recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni.

sociale d'impresa" (RSI) proposte dalle istituzioni internazionali e dalla letteratura si basano tendenzialmente su un approccio volontario<sup>131</sup>.

La direttiva NFRD è stata recepita in Italia nel dicembre 2016<sup>132</sup> e prevede un perimetro di applicazione limitato alle imprese quotate con più di 500 dipendenti e a le banche e le compagnie di assicurazione (quotate e non) sempre con più di 500 dipendenti. Le informazioni da divulgare debbono sottostare al principio di materialità: in pratica, la società deve fornire soltanto quelle informazioni che considera rilevanti in relazione al proprio profilo di business, alle proprie strategie, alle aspettative degli stakeholder, al contesto in cui opera.

La direttiva individua quattro aspetti relativi alla sostenibilità (ambiente, questioni sociali e attinenti al personale, diritti umani e corruzione attiva e passiva) rispetto ai quali impone alle imprese di comunicare informazioni circa il modello aziendale, le politiche, i risultati di tali politiche, i rischi e la loro gestione e gli indicatori fondamentali di prestazione pertinenti per l'attività. Non introduce né impone l'uso di uno standard o di un quadro di riferimento per la comunicazione delle informazioni, né impone obblighi di informativa dettagliati.

L'approccio europeo, graduale, obbligatorio solo per alcune imprese ma a schema libero è guidato dalla convinzione che per sviluppare una buona qualità dell'informazione CSR/ESG sia fondamentale convincere i manager delle società del suo valore strategico. Infatti, la qualità dell'informazione migliora nel tempo (Mion et al., 2019<sup>133</sup>), mano a mano che i manager si convincono dell'esistenza di una correlazione positiva tra la qualità e il valore azionario della società quotata (si vedano, Wang, 2015 e Godfrey et al, 2009<sup>134</sup>). Certamente, come sostenuto da Assonime<sup>135</sup> l'introduzione della Direttiva ha cambiato in modo sostanziale l'approccio delle imprese ai temi della sostenibilità e migliorato la qualità dell'informativa non finanziaria.

Con l'obiettivo di migliorare ulteriormente la qualità e la comparabilità delle informazioni, anche al fine di rafforzare le fondamenta della finanza sostenibile nell'ambito del Green Deal, il 20 febbraio 2020 la

---

<sup>131</sup> Si vedano, Okoye, A. Theorising corporate social responsibility as an essentially contested concept: Is a definition necessary? *J. Bus. Ethics* 2009, 89, 613–627. e Neville, B.A.; Bell, S.J.; Mengüç, B. Corporate reputation, stakeholders and the social performance financial performance relationship. *Eur. J. Mark.* 2005, 39, 1184–1198.

<sup>132</sup> Cfr. Decreto legislativo del 30 dicembre 2016, n. 254.

<sup>133</sup> Cfr. Mion, Giorgio; Loza Adauì, Cristian R. 2019. "Mandatory Nonfinancial Disclosure and Its Consequences on the Sustainability Reporting Quality of Italian and German Companies" *Sustainability* 11, no. 17: 4612.

<sup>134</sup> Cfr. Wang, K.T.; Li, D. Market reactions to the first-time disclosure of corporate social responsibility reports: Evidence from China. *J. Bus. Ethics* 2015, 138, 1–22 e Godfrey, P.C.; Merrill, C.B.; Hansen, J.M. The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strateg. Manag. J.* 2009, 30, 425–445.

<sup>135</sup> Cfr. Assonime, "Risposta a consultazione sulla revisione della direttiva in materia di informazioni non finanziarie" in Consultazioni 06/2020 disponibile <http://www.assonime.it/layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=http://www.assonime.it/attivita-editoriale/interventi/Documents/Consultazioni%206-2020.pdf>.

Commissione Europea ha avviato la consultazione sulla revisione della direttiva<sup>136</sup>. I quesiti posti nella pubblica consultazione hanno riguardato: (1) la qualità e il perimetro delle informazioni, (2) l'adozione di uno standard di rendicontazione, (3) la significatività o materialità delle informazioni, (4) la verifica e l'attestazione delle informazioni, (5) alcuni aspetti di digitalizzazione, (6) la collocazione delle informazioni non finanziarie, (7) l'estensione dell'ambito di applicazione della disciplina, (8) semplificazione e riduzione dei costi. La proposta di Direttiva da parte della Commissione Europea è prevista per il primo trimestre 2021.

Sostanzialmente, la discussione è sul se e come aumentare gli obblighi di reporting in termini sia di estensione del perimetro dei soggetti obbligati, sia di ampliamento del tipo di informazione da fornire, sia di standardizzazione delle informazioni. Una review della letteratura su questi argomenti di Venturelli et al. (2017)<sup>137</sup> mostra che non sembra esistere un consenso dell'accademia su alcuni argomenti. Da un lato, alcuni studi internazionali hanno dimostrato che nei paesi dotati di una regolamentazione stringente, come la Francia, la qualità delle informazioni è superiore rispetto ai paesi senza regolamentazione, come gli Stati Uniti<sup>138</sup>. Altri studi invece dimostrano che la standardizzazione aumenta il numero di relazioni prodotte, nonché delle migliori pratiche e del benchmarking<sup>139</sup>, ma tale aumento quantitativo non sarebbe accompagnato da un aumento qualitativo, poiché l'uso di un quadro standardizzato penalizzerebbe l'uso di indicatori e informazioni specifici per azienda e settore<sup>140</sup>. Altri studi empirici dimostrano poi che la regolamentazione non è sempre associata al miglioramento della qualità delle informazioni non finanziarie<sup>141</sup> o, almeno, che essa da sola non garantisce un migliore livello di divulgazione non finanziaria<sup>142</sup>.

Altre raccomandazioni raccolgono però un ampio consenso. La prima è che l'integrazione tra l'informazione finanziaria e quella non finanziaria porta dei vantaggi a livello aziendale<sup>143</sup> perché favorisce il

---

<sup>136</sup> Il testo in pubblica consultazione è disponibile: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12129-Revision-of-Non-Financial-Reporting-Directive/public-consultation>.

<sup>137</sup> Venturelli, Andrea, Caputo, Fabio, Cosma, Simona, Leopizzi, Rossella and Pizzi, Simone, (2017), Directive 2014/95/EU: Are Italian Companies Already Compliant?, Sustainability, 9, issue 8, p. 1-1, <https://EconPapers.repec.org/RePEc:gam:jstua:v:9:y:2017:i:8:p:1385-d:107147>.

<sup>138</sup> Cfr. Crawford, E.P.; Williams, C.C. Should corporate social reporting be voluntary or mandatory? Evidence from the banking sector in France and the United States. Corp. Gov. 2010, 10, 512–526.

<sup>139</sup> Si vedano Hess, D. Social reporting and new governance regulation: The prospects of achieving corporate accountability through transparency. Bus. Ethics Q. 2007, 17, 453–476 e 25. Hess, D.; Dunfee, T.W. The Kasky-Nike threat to corporate social reporting: Implementing a standard of optimal truthful disclosure as a solution. Bus. Ethics Q. 2007, 17, 5–32.

<sup>140</sup> Cfr. Brown, H.S.; de Jongand, M.; Levy, D.L. Building institutions based on information disclosure: Lessons from GRI's sustainability reporting. J. Clean. Prod. 2009, 17, 571–580.

<sup>141</sup> Si vedano Chauvey, J.; Giordano-Spring, S.; Choand, C.H.; Patten, D.M. The normativity and legitimacy of CSR disclosure: Evidence from France. J. Bus. Ethics 2015, 130, 789–803 e Lock, I.; Seele, P. The credibility of CSR (corporate social responsibility) reports in Europe. Evidence from a quantitative content analysis in 11 countries. J. Clean. Prod. 2016, 122, 186–200.

<sup>142</sup> Si vedano, Luque-Vilchez, M.; Larrinaga, C. Reporting Models do not TranslateWell: Failing to Regulate CSR Reporting in Spain. Soc. Environ. Account. J. 2016, 36, 56–75, Delbard, O. CSR legislation in France and the European regulatory paradox: An analysis of EU CSR policy and sustainability reporting practice. Corp. Gov. 2008, 8, 397–405 e Costa, E.; Agostini, M. Mandatory disclosure about Environmental and Employee Matters in the Reports of Italian- listed corporate groups. Soc. Environ. Account. J. 2016, 36, 10–33.

<sup>143</sup> Si vedano Daub, C.H. Assessing the quality of sustainability reporting: An alternative methodological approach. J. Clean. Prod. 2007, 15, 75–85 e Maas, K.; Liket, K. Talk the walk: Measuring the impact of strategic philanthropy. J. Bus. Ethics 2011, 100, 445–464.

coordinamento interno alla società<sup>144</sup> e permette di rappresentare in modo unitario agli stakeholder le azioni attuate nel corso dell'anno dal management<sup>145</sup>.

La seconda è che la crescente attenzione degli azionisti e degli investitori ai KPI non finanziari ha generato la necessità di rendere le prestazioni aziendali misurabili e comparabili attraverso l'uso di standard comuni<sup>146</sup>; infatti, l'armonizzazione della rendicontazione non finanziaria sembra avere un elevato valore strategico nell'ambito dei processi decisionali degli investitori<sup>147</sup>, anche per rispondere all'aumentata domanda di prodotti finanziari sostenibili da parte dei risparmiatori e, nel contempo, soddisfare nuovi vincoli imposti dalla normativa (come quelli recati dai Regolamenti citati nel precedente paragrafo).

Si sono quindi sviluppati negli anni standard di mercato, tra cui la Global Reporting Initiative (GRI) standard<sup>148</sup>. In Italia, Assonime<sup>149</sup> osserva che è *“in atto un processo di progressiva convergenza verso i principali standard internazionali in materia di informazioni ESG. Ad esempio, tutte le società quotate italiane seguono gli standard GRI.”* Ogni ulteriore intervento di standardizzazione normativa va quindi valutato con estrema cautela e deve chiaramente corrispondere a un chiaro obiettivo di *policy*. Piuttosto, argomenta sempre Assonime *“ciò che invece si evidenzia è una rilevante divergenza nelle valutazioni effettuate dai principali intermediari dell'informazione ESG (agenzie di rating, data providers e index providers), dovute a profonde differenze nelle metodologie di analisi, che riflettono visioni diverse e diversi utenti di riferimento. Da ciò sembra emergere che i fruitori delle informazioni ESG debbano ancora sviluppare una significativa esperienza nella verifica degli effetti delle loro valutazioni sugli obiettivi attesi, sia in termini di capacità delle imprese di creare valore nel lungo termine a favore degli investitori (cui in massima parte si rivolgono le valutazioni), sia nel raggiungimento di specifici obiettivi ESG.”*

---

<sup>144</sup> Cfr Maas, K.; Schalteggerand, S.; Crutzen, N. Integrating corporate sustainability assessment, management accounting, control, and reporting. *J. Clean. Prod.* 2016, 136, 237–248.

<sup>145</sup> Si vedano, Kolk, A. A decade of sustainability reporting: Developments and significance. *Int. J. Environ. Sustain. Dev.* 2004, 3, 51–64 e Daub, C.H.; Scherrer, Y.M. Doing the right thing right: The role of sociological research and consulting for corporate engagement in development cooperation. *J. Bus. Ethics* 2009, 85, 573–584.

<sup>146</sup> Cfr. Dissanayake, D.; Tilt, C.; Xydias-Lobo, M. Sustainability reporting by publicly listed companies in Sri Lanka. *J. Clean. Prod.* 2016, 129, 169–182.

<sup>147</sup> Si vedano, Fortanier, F.; Kolk, A.; Pinkse, J. Harmonization in CSR reporting. *Manag. Int. Rev.* 2011, 51, 665–696 e Tschopp, D.; Nastanski, M. The harmonization and convergence of corporate social responsibility reporting standards. *J. Bus. Ethics* 2014, 125, 147–162.

<sup>148</sup> I 38 standard GRI, emessi dall'organizzazione no profit Global Reporting Initiative, sono costituiti da una struttura modulare e interdipendente per produrre al meglio i report in ambito economico, sociale e ambientale, adatti ad ogni tipo di società e di qualunque paese. Ciascuno di essi affronta un tema specifico: ad esempio: la sostenibilità, il consumo di energia, la biodiversità, i rifiuti, gli appalti, le tasse, i comportamenti anti competitivi. Nel primo standard vengono indicati i quattro principi da rispettare nella redazione di un report di sostenibilità (inclusività degli stakeholder, contesto di sostenibilità, materialità, completezza). Gli standard sono qui disponibili <https://www.globalreporting.org/>.

<sup>149</sup> Cfr. Assonime, “Risposta a consultazione sulla revisione della direttiva in materia di informazioni non finanziarie” in Consultazioni 06/2020 disponibile <http://www.assonime.it/layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=http://www.assonime.it/attivita-editoriale/interventi/Documents/Consultazioni%206-2020.pdf>.

In conclusione, il processo necessario per arrivare a una produzione e un uso efficienti delle informazioni è ancora lungo, anche se il percorso da intraprendere appare correttamente identificato dal Piano di azione. È fondamentale che la regolamentazione sappia fornire impulso e assecondare il processo di diffusione delle informazioni senza aggiungere costi eccessivi e/o sproporzionati rispetto all'obiettivo.

Il trade-off è quindi chiaro. Da un lato, la regolamentazione deve garantire trasparenza al mercato e maggiore tutela agli investitori, dall'altro però i costi per adeguarsi alla normativa potrebbero essere molto onerosi e alcune imprese potrebbero addirittura essere espulse dal mercato o scoraggiate dall'entrare. Al fine di garantire un'adeguata concorrenza nel mercato, la regolamentazione deve procedere con gradualità in relazione alle tempistiche dei nuovi obblighi normativi e tenuto conto dei più lunghi tempi di adeguamento necessarie per imprese più piccole.

## **2.5 Aspetti quantitativi ed economici della crescita del mercato della finanza sostenibile**

Questo paragrafo, che conclude il capitolo, si occupa dello sviluppo quantitativo del mercato della finanza sostenibile. In particolare, verranno anche analiticamente affrontati i temi della performance e standardizzazione dei prodotti e fondi ESG, dei green bond e il ruolo dei rating, strumenti cruciali per rafforzare la domanda dei risparmiatori e degli investitori.

La mancanza di definizioni generalmente accettate rende difficile apprezzare la dimensione patrimoniale globale degli investimenti ESG, con stime riportate dal Fondo Monetario Internazionale<sup>150</sup> che variano da 3 trilioni di dollari a 31 trilioni di dollari<sup>151</sup>. Sono diversi i motivi che spiegano le difficoltà della stima, ma vanno segnalati due aspetti: 1) ESG non è una asset class ma un sistema di selezione degli investimenti. Ad esempio, se un investitore istituzionale dichiara di usare criteri ESG non è detto che lo faccia per l'intero portafoglio<sup>152</sup>; 2) la stessa definizione di investimenti ESG non è univoca. Un approccio più ristretto considera soltanto gli investimenti SRI (Sustainable Responsible Investing), ossia quelli che incorporano i fattori di sostenibilità nel processo di investimento, mentre uno più ampio comprende anche il Social Impacting Investing, investimenti mirati a obiettivi come i fondi a impatto che ricercano, oltre il rendimento finanziario, un impatto misurabile su specifiche questioni come l'ambiente, lo sviluppo delle comunità locali o le diversità di genere o addirittura approcci convenzionali in cui siano però incorporati criteri ESG, tipicamente criteri di esclusione (Figura 2.3). Più in generale, è molto complesso e diversificato il

---

<sup>150</sup>Cfr. IMF (2019), "Sustainable Finance: Looking Farther", in GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT, October, chp.6, pp81-92.

<sup>151</sup> Cfr. Global Sustainable Investment Alliance. 2019. "Global Sustainable Investment Review for 2018." Washington, DC.

<sup>152</sup> L'ammontare degli asset che fanno capo ai gestori firmatari del documento dell'Onu sui Principi per l'investimento responsabile (PRI) è pari nel 2020 a quasi \$120 trilioni.

modello di attribuzione di rating ESG sia delle società emittenti sia degli strumenti finanziari; di questo si occuperà il paragrafo 2.4.3.

Figura 2.3

### Spettro degli investimenti sociali e finanziari

	Philanthropy		Social Impact Investing		Sustainable and Responsible Investing <sup>8</sup>	Conventional financial investing
	Traditional Philanthropy	Venture Philanthropy	Social Investing	Impact investment	ESG investing	Fully commercial investment
Focus	Address societal challenges through the provision of grants	Address societal challenges with venture investment approaches	Investment with a focus on social and/or environmental outcome and some expected financial return	Investment with an intent to have a measurable environmental and/or social return	Enhance long-term value by using ESG factors to mitigate risks and identify growth opportunities.	Limited or no regard for environmental, social or governance practices
Return Expectation	Social return only	Social return focused	Social return and sub-market financial return	Social return and adequate financial market rate	Financial market return focused on long-term value	Financial market return only
	Social impact		Social and financial		Financial returns	

Source: stylised adaptation from OECD (2019), "Social Impact Investment, the Impact Imperative for Sustainable Development," based on earlier versions from various organisations; for illustrative purposes only.

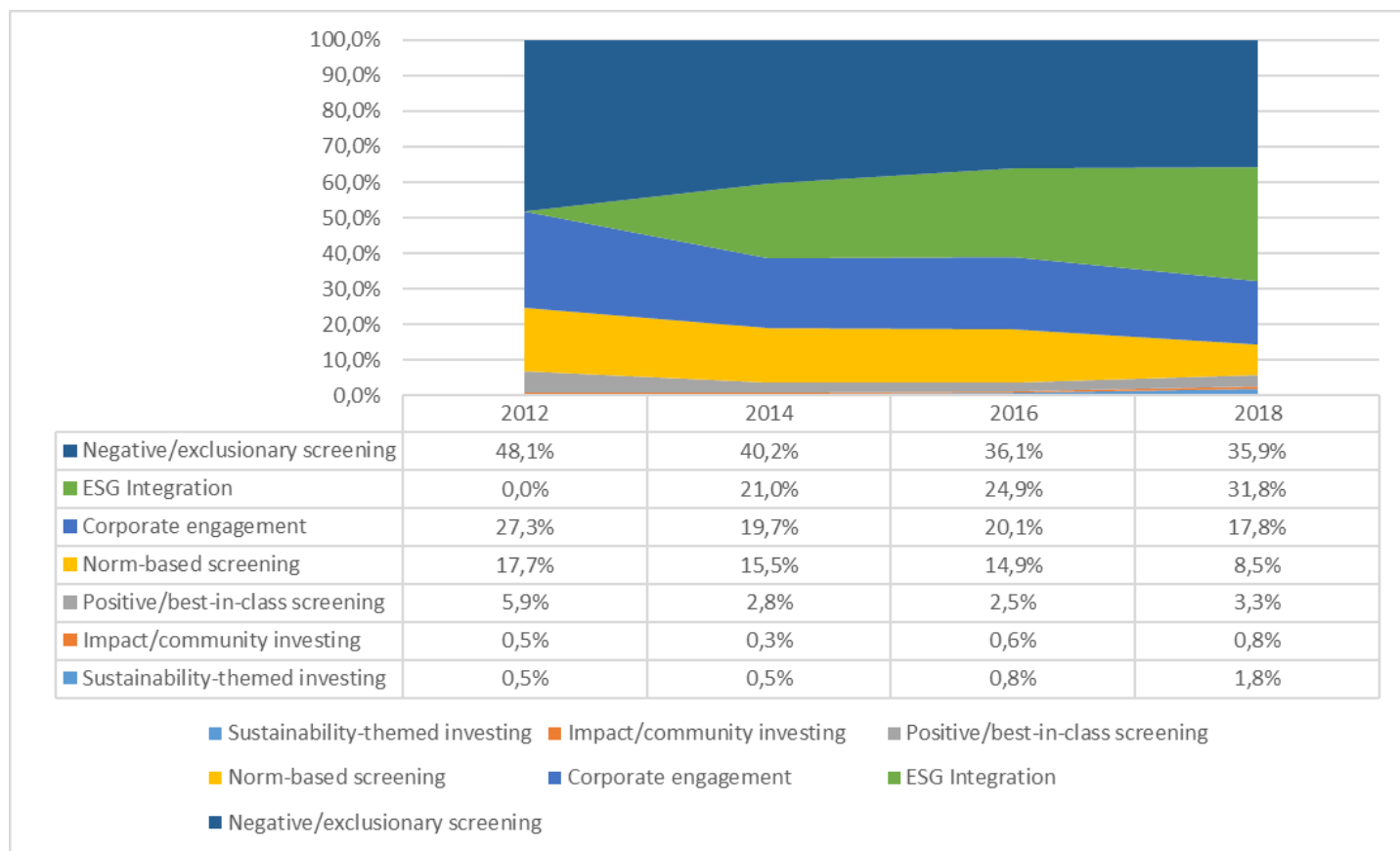
Fonte: OECD - Boffo, R., and R. Patalano (2020), "ESG Investing: Practices, Progress and Challenges", OECD Paris, [www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf](http://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf), p.15

#### 2.5.1 Fondi d'investimento ESG

Le informazioni ESG sono sempre più utilizzate dagli investitori nel processo di selezione degli investimenti. Inizialmente, i criteri per classificare gli investimenti sostenibili riguardavano principalmente strategie di screening negativo che escludevano a priori delle pratiche, delle imprese o addirittura interi settori dai portafogli. Negli ultimi anni invece, si sono progressivamente sviluppate strategie basate su uno screening positivo per le aziende con buone prestazioni ESG (best-in-class o in miglioramento), per le aziende che soddisfano determinati standard o norme minime (screening basato su norme) o per i settori considerati sostenibili (investimenti per livello di sostenibilità). Più di recente, le informazioni ESG sono gradualmente integrate in modo esplicito e sistematico in tutte le analisi degli investimenti e nelle decisioni di investimento. La Figura 2.4 riporta la composizione per tipo di strategia della più ampia definizione di investimenti sostenibili ottenuta dalla Survey della Global Sustainable Investment Alliance.<sup>153</sup>

<sup>153</sup> Cfr. Global Sustainable Investment Alliance (2019) "Global Sustainable Investment Review for 2018." Washington, DC.

### Composizione degli investimenti sostenibili per tipo di strategia



Fonte: Elaborazione sui dati Suvey della Global Sustainable Investment Alliance (2019).

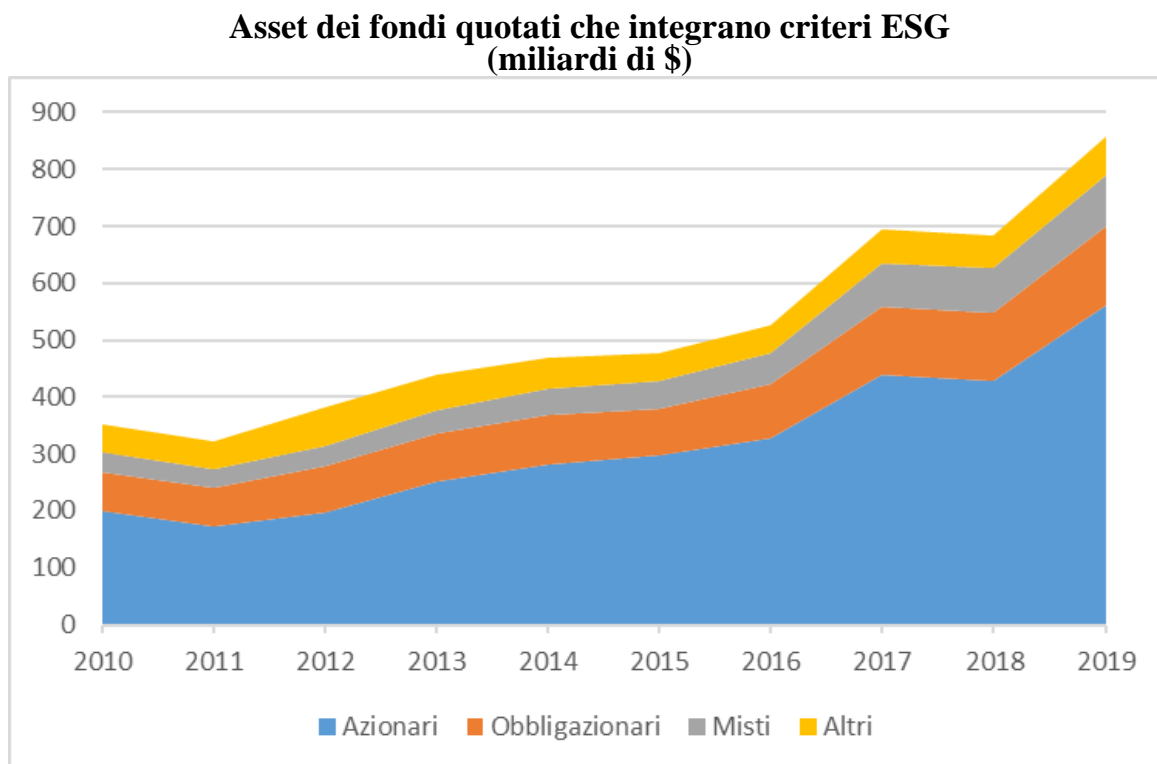
Questa tabella ci mostra efficacemente come negli ultimi anni l'incidenza dei criteri di esclusione sia diminuita di oltre 10 punti percentuali, dal 48% nel 2012 al 36% nel 2018, a fronte dell'aumento dell'integrazione dei fattori ESG che raggiungevano nel 2018 la quota del 32%. Tutti gli altri criteri mostrano una riduzione o una sostanziale stabilità di incidenza nel tempo, probabilmente perché la strategia di integrazione dei fattori ESG sta progressivamente assorbendo altre strategie. Quest'ultima affermazione sollecita un'osservazione: mentre i criteri di esclusione sono facilmente verificabili e non richiedono complicate analisi da parte dei gestori dei fondi, l'integrazione dei fattori ESG nelle decisioni di investimento richiede una più attenta analisi e di conseguenza un maggior dispendio di tempo e risorse. Inoltre, per l'applicazione di tale criterio, il gestore è dotato di un certo margine di discrezionalità per classificare un investimento come più o meno sostenibile e, sempre più di frequente, aumenta il ricorso a provider esterni.

Limitando l'osservazione ai soli fondi che dichiarano di avere un obiettivo di sostenibilità e/o di utilizzare criteri ESG vincolanti per la selezione degli investimenti, quindi un panorama più ristretto rispetto a quanto considerato nella figura precedente, è possibile valutare con criteri oggettivi e stabili nel tempo l'ammontare degli investimenti ESG.



La Figura 2.5 rielabora dati stimati dal Fondo Monetario Internazionale sulla base di diverse fonti e mostra che il totale del patrimonio di questi fondi è cresciuto di oltre il 10% all'anno, superando nel 2019 gli 800 miliardi di dollari. Circa i due terzi degli asset sono relativi a fondi azionari, questa quota è lievemente crescente nel tempo. La quota della componente obbligazionaria è relativamente stabile, con valori intorno al 16%.

Figura 2.5



Fonte: Elaborazione sui dati IMF (2019), “Sustainable Finance: Looking Farther”<sup>154</sup>

Per integrare i dati più recenti e per avere una suddivisione geografica dei fondi, è possibile utilizzare i dati elaborati dal Global Sustainable Fund Flows (Morningstar)<sup>155</sup>, un data provider privato che censisce i fondi sostenibili, cioè quelli che dichiarano di avere un obiettivo di sostenibilità e/o di utilizzare criteri ESG vincolanti per la selezione degli investimenti (Figura 2.6). Si tratta di una definizione simile a quella usata dall’FMI e, infatti, l’ammontare complessivo è comparabile.

<sup>154</sup> IMF (2019), “Sustainable Finance: Looking Farther”, in GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT, October 2019.

<sup>155</sup> Cfr. Morningstar: “Global Sustainable Fund Flows Report” 2020Q3 disponibile: <https://www.morningstar.com/lp/global-esg-flows>

## Flussi e consistenze dei fondi sostenibili

**Exhibit 1** Global Sustainable Funds 3Q 2020 Statistics

Region	Q3 2020 Flows		Assets		Funds	
	USD billion	% Total	USD billion	% Total	#	% Total
<b>Europe</b>	61.6	76.5	1,033	82.1	2,898	76.8
<b>United States</b>	9.8	12.2	179.1	14.2	367	9.7
<b>Japan</b>	7.0	8.7	12.4	1.0	128	3.4
<b>Australia/New Zealand</b>	0.8	1.0	15.7	1.2	123	3.3
<b>Asia ex-Japan</b>	1.0	1.2	10.7	0.8	151	4.0
<b>Canada</b>	0.3	0.4	7.6	0.6	107	2.8
<b>Total</b>	<b>80.5</b>		<b>1,258</b>		<b>3,774</b>	

Source: Morningstar Direct. Morningstar Research. Data as of September 2020.

Fonte: Morningstar: “Global Sustainable Fund Flows Report” 2020Q3 disponibile: <https://www.morningstar.com/lp/global-esg-flows>

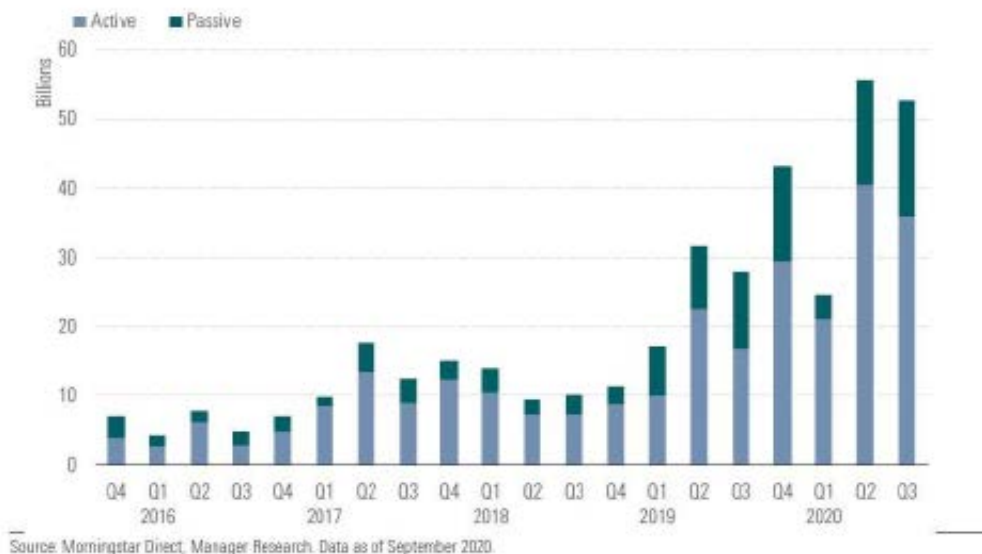
Secondo questi dati l’ammontare complessivo degli asset investiti dai fondi ESG alla fine del terzo trimestre del 2020 raggiungeva i \$1.260 miliardi, con un forte afflusso nel corso del terzo trimestre del 2020 pari a oltre 80 miliardi, di cui oltre 76 in Europa.

I dati segnalano quindi la predominanza di fondi europei che hanno asset per circa \$1.000 miliardi, oltre l’80% del totale. Concentrando l’attenzione sui tali fondi, si vede una fortissima accelerazione dal 2019, in particolare il flusso trimestrale di raccolta è intorno ai 30 miliardi di dollari dal secondo trimestre del 2019. (Figura 2.7). Questa accelerazione avviene in connessione con la crescente enfasi che in Europa è stata posta ai tempi della sostenibilità.

Un dato molto significativo per comprendere la portata del “fenomeno ESG” è che nell’ultimo trimestre del 2020 circa i due terzi del totale dei flussi europei si è indirizzata verso fondi ESG. Sempre nella Figura 2.7, notiamo che tale flusso è di circa 50 miliardi nel secondo e nel terzo trimestre del 2020, ossia dopo l’avvio della crisi sanitaria Covid-19. Secondo Hortense Bioy<sup>156</sup>, direttore della ricerca sulla sostenibilità di Morningstar per l’Europa e l’Asia “*La raccolta è stata alimentata dal continuo interesse degli investitori per le problematiche ESG. La crisi generata dal Covid-19 ha sottolineato l’importanza di costruire modelli di business sostenibili e resilienti, che tengano in considerazione tutte le parti coinvolte e non solo gli azionisti*”.

<sup>156</sup> Cfr. Silano S. (2020) “Fondi sostenibili terzo trimestre positivo” 12 novembre 2020, disponibile: <https://www.morningstar.it/it/news/207178/fondi-sostenibili-terzo-trimestre-positivo.aspx>.

### Flussi dei fondi sostenibili europei (miliardi di \$)



Fonte: Morningstar: “Global Sustainable Fund Flows Report” 2020Q3 disponibile: <https://www.morningstar.com/lp/global-esg-flows>

La forte crescita del patrimonio gestito è stata resa possibile dall’introduzione nel mercato di nuovi fondi ESG. Lo sviluppo di nuovi strumenti è stato favorito dai numerosi cambiamenti regolamentari in Europa ed è coerente l’obiettivo del Piano di azione di riorientare i capitali verso lo sviluppo sostenibile. Ad esempio, “è significativo che il 26% dei nuovi fondi lanciati nel terzo trimestre riguardi il tema ambientale, inclusi alcuni allineati con i target dell’Accordo di Parigi sul clima, altri con focus sui green bond e altri ancora sulla salute degli oceani”<sup>157</sup>.

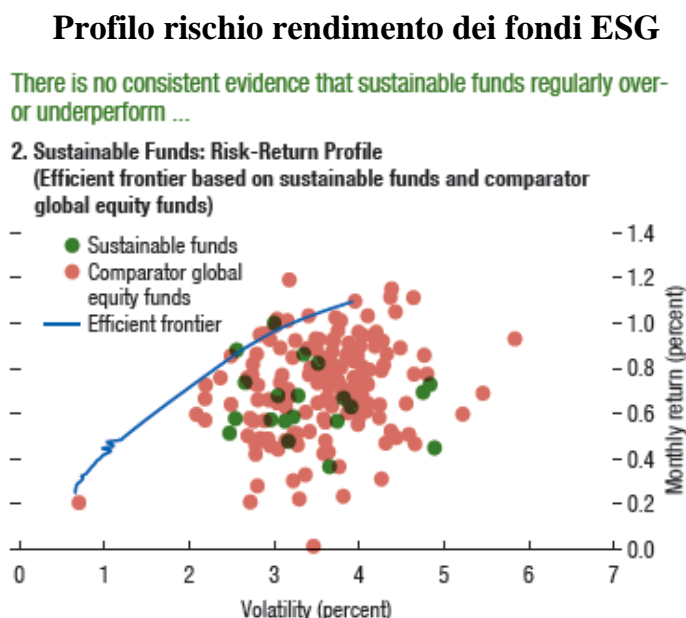
Secondo le stime di Morningstar, una quota compresa tra il 10% e il 20% dei fondi ESG deriva dalla riproposizione in forma ESG di fondi già esistenti sul mercato<sup>158</sup>. Le motivazioni che stanno alla base della riproposta di un fondo sono sostanzialmente due: la forte domanda dei clienti e le pressioni legislative, quali ad esempio, l’obbligo imposto dalla nuova Mifid II di offrire comparti ESG ai clienti che lo richiedono. Il modo più semplice per effettuare la riproposizione sembra essere quello di escludere i titoli controversi dai portafogli tradizionali. Naturalmente, c’è un concreto rischio di “greenwashing”, anche se evidenze raccolte da Morningstar non sembrano suffragare questa ipotesi.

<sup>157</sup> Cfr. Silano S. (2020) “Fondi sostenibili terzo trimestre positivo” 12 novembre 2020, disponibile: <https://www.morningstar.it/it/news/207178/fondi-sostenibili-terzo-trimestre-positivo.aspx>.

<sup>158</sup> Cfr. Stuart E. (2020) “Quando il fondo tradizionale diventa sostenibile. Cosa c’è dietro?” 23/04/2020 | disponibile: <https://www.morningstar.it/it/news/201740/quando-il-fondo-tradizionale-diventa-sostenibile-cosa-c%3%A8-dietro.aspx>.

Per concludere questa sezione, può esser utile una breve review della letteratura sulla performance dei fondi ESG rispetto a quelli tradizionali. Fondamentalmente, i ricercatori dell’FMI affermano, secondo la loro analisi empirica<sup>159</sup> che le performance dei fondi ESG non è significativamente diversa rispetto a quelle dei fondi tradizionali, come è possibile osservare dalla Figura 2.8. Dal grafico infatti non emerge una chiara differenza in termini di performance tra fondi ESG e fondi “normali”.

Figura 2.8



Fonte IMF (2019), “Sustainable Finance: Looking Farther” op. citata, pag. 89

Questo risultato è allineato con numerose evidenze accademiche. In linea teorica, gli investimenti ESG, restringendo l’universo di titoli investibili, potrebbero avere minori benefici derivanti dalla diversificazione ed essere dunque più volatili. D’altra parte, però, i fattori ESG potrebbero consentire ai gestori di identificare le aziende con una maggiore creazione di valore a lungo termine<sup>160</sup> o evitare asset fortemente esposti ad eventi estremi come il cambiamento climatico. La mancanza di evidenza conclusive sull’andamento dei fondi ESG riflette probabilmente una combinazione di fattori, comprese le diverse definizioni dei fattori ESG rilevanti e degli approcci di investimento ESG (gli studi non sono quindi comparabili), le incongruenze dei dati e le serie temporali brevi e la natura a lungo termine di alcune questioni ESG<sup>161</sup>.

<sup>159</sup> Cfr. IMF (2019), “Sustainable Finance: Looking Farther”, in GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT, October 2019, pag.89.

<sup>160</sup> Eccles, Robert G., Ioannis Ioannou, and George Serafeim. 2014. “The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance.” *Management Science* 60 (11): 2835–57.

<sup>161</sup> Ad esempio, Renneboog, Ter Horst e Zhang (2008) trovano che i rendimenti corretti per il rischio dei fondi di investimento sostenibili e responsabili non sono statisticamente diversi dai fondi convenzionali. Più recentemente Nofsinger e Varma (2014) hanno scoperto che i fondi ESG hanno sovraperformato durante le crisi, ma sottoperformato durante i periodi normali. D’altra parte, Khan, Serafeim e Yoon (2016) trovano che le aziende con buoni rating di sostenibilità superano quelle con rating scadenti in alcune aree. Papaioannou e Rentsendorj (2015) mostrano che invece che i rendimenti a lungo termine di Norway Government Pension Fund Global sono ben al di sotto degli obiettivi prefissati, nonostante la stretta adesione ai principi ESG.

Il fatto che i fondi ESG non presentano rendimenti significativamente diversi dal complesso degli investimenti possibili non deve esser valutato come un aspetto negativo, ma è anzi da considerare incoraggiante, soprattutto alla luce del fatto che l'obiettivo cardine degli investimenti ESG è di creare valore in modo sostenibile nel medio/lungo termine e che il mercato ESG non è ancora un mercato maturo e risulta essere in forte crescita.

### 2.5.2 Green Bond

Oltre ai fondi, il principale strumento finanziario ESG è costituito dai green bond, ossia obbligazioni emesse per raccogliere fondi volti a finanziare iniziative per contrastare il cambiamento climatico. Gli emittenti sono governi, banche di sviluppo, istituzioni finanziarie e società non finanziarie. Il “green label” può essere applicato a qualsiasi formato di debito, inclusi collocamenti privati, cartolarizzazioni, obbligazioni garantite, nonché prestiti verdi conformi ai principi green bond (GBP) o ai principi del prestito verde (BPL)<sup>162</sup>.

Secondo i dati riportati dalla Climate Bond Initiative (2020)<sup>163</sup>, il volume delle emissioni nel 2019 è stato pari a \$ 260 miliardi, per un totale di 507 emittenti e 1.800 operazioni. La crescita rispetto al 2018 è stata significativa e guidata dall'Europa che ha registrato emissioni per più di 110 miliardi; di questi 6,8 miliardi sono relativi a 10 emittenti italiani. In Francia, Germania e Olanda le emissioni sono state pari, rispettivamente, a 30,1, 18,7 e 15,1 miliardi. Il 31% dei fondi è andato a finanziare progetti nel settore dell'energia, il 30% in quello degli edifici, il 20% nei trasporti e il 10 nel comparto delle acque.

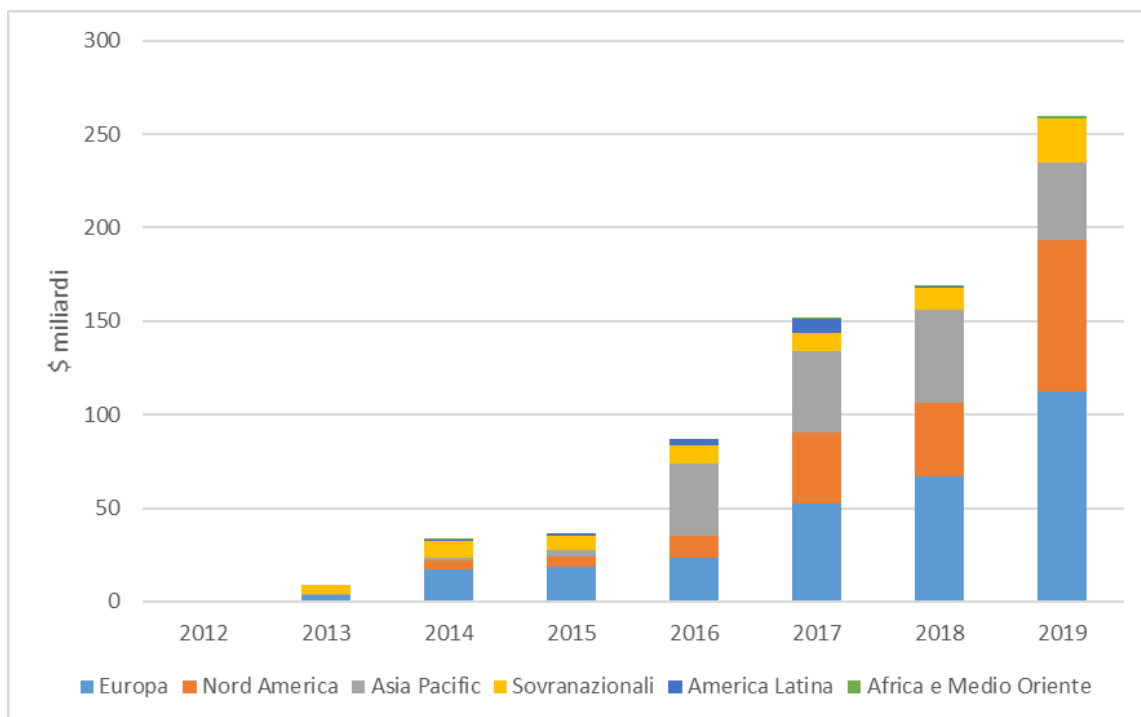
La Figura 2.9, basata su elaborazioni dei dati del Fondo Monetario Internazionale e della CBI, evidenzia con chiarezza la fortissima crescita del mercato che ancora nel 2015 registrava emissioni intorno a 40 miliardi.

---

<sup>162</sup> Spetta all'emittente allegare un'auto-certificazione al prospetto di emissione di conformità con i Green Bond Principles (GBP) dell'International Capital Market Association (ICMA). I GBP riguardano in particolare quattro aspetti considerati critici nell'emissione di un green bond: I. i ricavi derivanti dall'emissione debbono servire a finanziare progetti a impatto ambientale positivo, adeguatamente descritti nella documentazione diffusa dall'emittente; II. l'emittente deve attestare che l'obbligazione rientra tra quelli idonei per i green bond precisando i criteri di selezione utilizzati e gli obiettivi di sostenibilità ambientale perseguiti; III. i capitali raccolti con il green bond dovrebbero essere depositati su un conto dedicato, trasferiti a un portafoglio specifico o in ogni caso tracciati dall'emittente; IV. Un elevato standard di trasparenza dovrebbe accompagnare un green bond nel corso di tutta la sua vita. In particolare, l'emittente dovrebbe tenere aggiornati dati relativi all'utilizzo dei ricavi, includendo l'elenco dei progetti in cui le risorse sono impiegate.

<sup>163</sup> Climate Bond Initiative (2020) “GREEN BONDS GLOBAL STATE OF THE MARKET 2019”, disponibile: <https://www.climatebonds.net/resources/reports/green-bonds-global-state-market-2019>.

### Ammontare delle emissioni di Green Bond

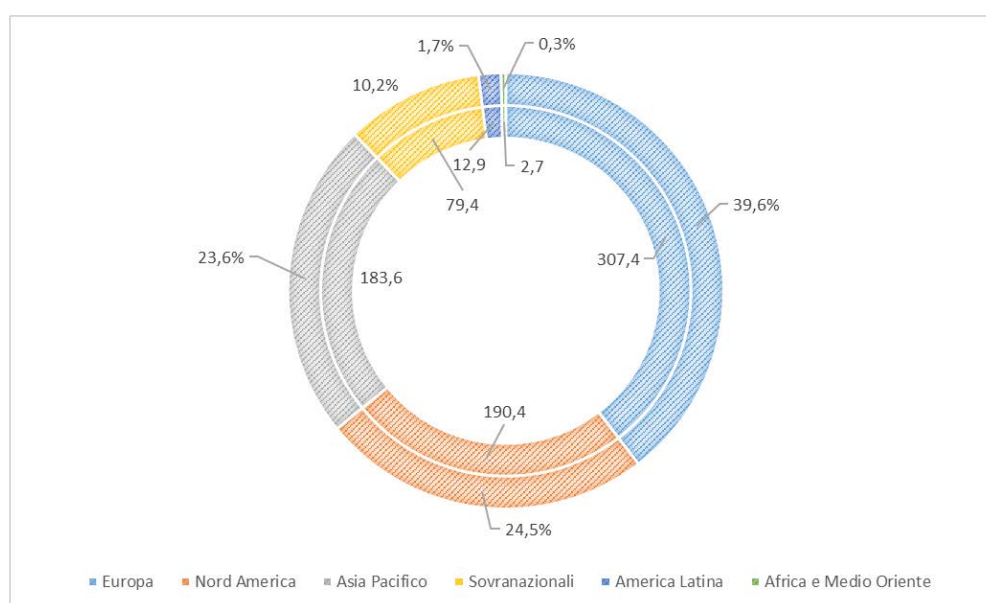


Fonte: Elaborazione sui dati IMF (2019), “Sustainable Finance: Looking Farther” op. citata e CBI (2020) “Green Bonds global state in 2019”

Alla fine del 2019, la somma cumulata dei Green Bond emessi è pari alla fine a \$776 miliardi, di cui quasi il 40% emessi in Europa (per un totale di \$307 miliardi), seguita dagli Stati Uniti con il 25% (Figura 2.10).

Figura 2.10

### Emissioni cumulate di Green Bond alla fine del 2019 per area geografica (\$ miliardi e %del totale)



Fonte: Elaborazione sui dati IMF (2019), “Sustainable Finance: Looking Farther” op. citata e CBI (2020) “Green Bonds global state in 2019”

Anche nei primi nove mesi del 2020 le emissioni hanno mostrato un ritmo sostenuto. Secondo i dati riportati dalla Climate Bond Initiative (2020)<sup>164</sup> il volume cumulato di emissioni è arrivato a \$948 miliardi a settembre 2020 e dovrebbe aver superato il trilione nell'intero 2020.

Un aspetto particolarmente rilevante sul mercato dei green bond è relativo ai tassi di interesse applicati su questi titoli, ossia se gli emittenti sono in grado di ottenere condizioni più favorevoli rispetto al mercato obbligazionario tradizionale. A questo interrogativo uno studio dell'FMI risponde che non vi è evidenza che gli emittenti ottengono costi inferiori, probabilmente perché i due tipi di bond riflettono lo stesso profilo in termini di rischio di credito<sup>165</sup>.

L'outlook per il prossimo biennio prevede un ulteriore incremento delle emissioni di Green Bonds, anche per l'impegno e l'enfasi dimostrati dall'Europa. Al discorso sullo stato dell'Unione del settembre 2020 la Presidente ha dichiarato: *“Siamo leader globali nella finanza verde e il principale emittente di obbligazioni verdi al mondo. Stiamo facendo da apripista nello sviluppo di una norma UE affidabile per le obbligazioni verdi. E oggi posso annunciare che fisseremo l'obiettivo di raccogliere il 30% dei 750 miliardi di euro di Next Generation EU attraverso obbligazioni verdi”*<sup>166</sup>.

La Commissione Europea aveva, infatti, incaricato il Technical Expert Group (TEG) di elaborare raccomandazioni per lo sviluppo di un Green Bond Standard (EU GBS) e l'organismo di consulenza ha proposto quattro principi ispiratori degli standard che gli emittenti dovrebbero fare propri su base volontaria<sup>167</sup>. La Commissione ha poi effettuato una consultazione pubblica, conclusa nell'ottobre 2020<sup>168</sup> e sta ora riflettendo sui prossimi passi.

---

<sup>164</sup> Climate Bond Initiative (2020) “Green bonds market summary - Q3 2020” disponibile: <https://www.climatebonds.net/resources/reports/green-bonds-market-summary-q3-2020>.

<sup>165</sup> Cfr. IMF (2019), “Sustainable Finance: Looking Farther”, in GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT, October, chp.6, pag.87.

<sup>166</sup> Discorso sullo stato dell'Unione pronunciato dalla Presidente von der Leyen nella sessione plenaria del Parlamento europeo. 16 settembre 2020 Bruxelles disponibile [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/SPEECH\\_20\\_1655](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/SPEECH_20_1655).

<sup>167</sup> TEG (2019), Report proposal for an EU Green Bond Standard, June 2019. Disponibile: [https://ec.europa.eu/info/files/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en). In particolare, i principi ispiratori sono: 1) l'allineamento del bond alla tassonomia delle attività eco-compatibili; 2) la pubblicazione di un “Green Bond Framework” (GBF) per attestare la conformità del piano di finanziamento dell'obbligazione agli obiettivi ambientali dell'Unione Europea, gli aspetti chiave dell'impiego dei proventi, dei processi di investimento e della reportistica; 3) la produzione di una reportistica sull'uso dei proventi e sull'impatto ambientale generato; 4) la verifica da parte di un revisore esterno sulla conformità al Green Bond Framework e sull'allocazione dei proventi

<sup>168</sup> Targeted consultation on the establishment of an EU Green Bond Standard Consultation period 12 June 2020 - 2 October 2020 disponibile: [https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2020-eu-green-bond-standard\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2020-eu-green-bond-standard_en).

È facile prevedere un significativo sviluppo del mercato privato dei green bond, come testimonia il successo delle recenti emissioni di Banca Intesa (nov. 2019) e di Assicurazioni Generali (giugno 2020)<sup>169</sup>. Anche in questo caso, saranno le grandi banche ad acquisire un vantaggio competitivo rispetto ai competitor. Tuttavia, a differenza di quanto argomentato nel capitolo relativo ai requisiti prudenziali, non sembrano esserci motivi per ritenere che questo vantaggio possa essere associato dai mercati finanziari a una maggiore esposizione delle grandi banche a shock esogeni e alla volatilità dei mercati. È esattamente questa una delle ipotesi che cercheremo di verificare empiricamente nel Capitolo 3.

### 2.5.3 I rating ESG

Negli strumenti finanziari tradizionali i rating svolgono un ruolo fondamentale, in particolare nella valutazione del merito di credito, ossia del principale rischio a cui sono esposti gli investitori. Basandosi su questa considerazione, un gran numero di soggetti privati ha sviluppato e proposto al mercato diverse centinaia di rating di sostenibilità. La produzione dei rating ESG avviene attraverso l'aggregazione delle valutazioni (generalmente ottenute combinando numerosi sotto-indici) sui diversi aspetti o categorie (c.d. *key metrics*) che normalmente compongono i pilastri (E, S e G). A titolo esemplificativo la Figura 2.11 riporta la lista dei principali aspetti considerati dai tre principali index provider.

Figura 2.11

#### Caratteristiche considerate dai principali index provider nell'assegnazione dei rating ESG

Pillar	Thomson Reuters	MSCI	Bloomberg
Environmental	Resource Use	Climate Change	Carbon Emissions
	Emissions	Natural resources	Climate change effects
	Innovation	Pollution & waste	Pollution
		Environmental opportunities	Waste disposal
			Renewable energy
			Resource depletion
Social	Workforce	Human capital	Supply chain
	Human Rights	Product liability	Discrimination
	Community	Stakeholder opposition	Political contributions
	Product Responsibility	Social opportunities	Diversity
			Human rights
			Community relations
Governance	Management	Corporate governance	Cumulative voting
	Shareholders	Corporate behaviour	Executive compensation
	CSR strategy		Shareholders' rights
			Takeover defence
			Staggered boards
			Independent directors
Key metrics and submetrics	186	34	>120

Source: Refinitiv, MSCI, Bloomberg, FTSE; OECD assessment.

Fonte: OECD - Boffo, R., and R. Patalano (2020), "ESG Investing: Practices, Progress and Challenges", OECD Paris, [www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf](http://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf)

<sup>169</sup> Per le caratteristiche dei titoli emessi si vedano. <https://group.intesasanpaolo.com/en/sustainability/environment/green-products/Green-bonds.html> e <https://www.generali.com/media/press-releases/all/2020/Generali-successfully-concludes-the-placement-of-its-second-green-bond>.



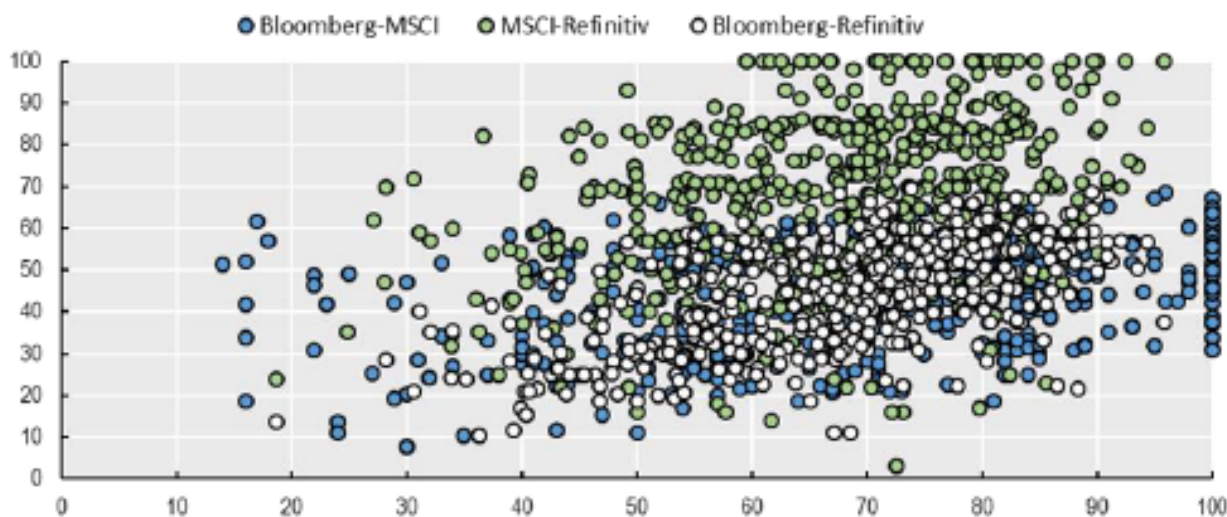
Un recente lavoro di ricercatori dell'OCSE<sup>170</sup> evidenzia due caratteristiche molto importanti dei rating ESG. La prima caratteristica è che *“there is evidence of an ESG ratings bias against SMEs for some providers, such that firms with much higher market capitalisation and revenues consistently receive higher ESG scores than those with very low market capitalisations”*<sup>171</sup>

Questo bias è dimostrato da un'elevata correlazione tra rating ESG e la dimensione della capitalizzazione di borsa degli emittenti. A favore dei grandi emittenti vi è la maggiore capacità di assorbire gli costi elevati fissi associati con il reporting ESG, una maggiore consuetudine a trattare con gli analisti finanziari, una maggiore sensibilità ai temi innovativi e alle prospettive di nuovo business. Nel Capitolo 3 verificheremo che i rating ESG delle banche europee esibiscono una correlazione con la dimensione delle banche analoga a quella illustrata nel citato lavoro dell'OCSE.

La seconda caratteristica evidenziata dai ricercatori dell'OCSE<sup>172</sup> è che i rating ESG sono molto diversi tra i differenti provider, nonostante il fatto che le valutazioni siano fatte usando tendenzialmente le stesse informazioni diffuse dagli emittenti. La Figura 2.12 riporta le valutazioni dai tre principali index provider sulle società quotate che compongono l'indice STOXX 600 ed evidenzia una bassa correlazione tra le valutazioni.

Figura 2.12

### Correlazione dei rating ESG per le società componenti l'indice STOXX 600



Note: Providers' names in the legend correspond to the Y axis when at the left and to the X axis when at the right (e.g.: Bloomberg-MSCI; Bloomberg = Y axis, MSCI = X axis).

Source: Bloomberg, MSCI, Refinitiv, OECD Staff calculations

Fonte: Boffo, R., and R. Patalano (2020), “ESG Investing: Practices, Progress and Challenges”, OECD Paris, pag. 28

<sup>170</sup> Boffo, R., and R. Patalano (2020), “ESG Investing: Practices, Progress and Challenges”, OECD Paris, [www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf](http://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf).

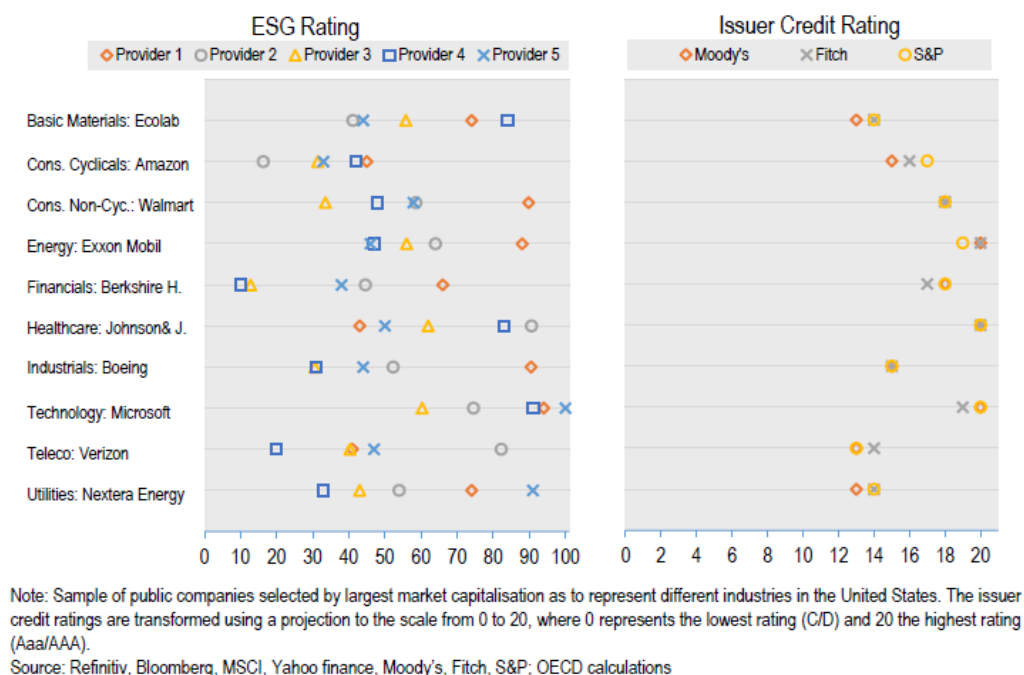
<sup>171</sup> Boffo, R., and R. Patalano (2020), op. citata p.8.

<sup>172</sup> Boffo, R., and R. Patalano (2020) o. citata. p.28 In particolare la correlazione per le società componenti l'indice STOXX600 è pari a ( $R^2 = 0,18$ ); la correlazione è sostanzialmente uguale per le società componenti l'indice S&P 500 ( $R^2 = 0,21$ ).

La correlazione dei rating è enormemente più elevata per le valutazioni creditizie. La Figura 2.13 mostra chiaramente che, anche per le società più grandi, ossia quelle che probabilmente offrono la migliore disclosure sui temi ESG, la dispersione dei rating ESG è enormemente più ampia rispetto a quella sul merito di credito.

Figura 2.13

### Rating ESG e Rating Creditizi di primarie società in diversi settori



Fonte: Boffo, R., and R. Patalano (2020), “ESG Investing: Practices, Progress and Challenges”, OECD Paris, pag. 29

L'estrema disomogeneità dei rating determina tre conseguenze, sinteticamente elencate da Berg, Kölbel e Rigobon (2019)<sup>173</sup>. Innanzitutto, diminuisce la probabilità che le valutazioni ESG si riflettano nei valori azionari e delle obbligazioni. Le preferenze degli investitori possono influenzare i prezzi degli asset<sup>174</sup>, ma anche se gran parte degli investitori ha una preferenza per la performance ESG, le divergenze dei rating possono disperdere l'effetto di queste preferenze sui prezzi degli asset. In secondo luogo, la divergenza riduce l'incentivo per le aziende di migliorare le loro prestazioni ESG, in quanto possono ricevere segnali contrastanti da parte delle agenzie di rating su quali azioni possono intraprendere per migliorare la loro valutazione. In terzo luogo, la divergenza dei rating rappresenta una sfida per la ricerca empirica, in quanto l'utilizzo di una valutazione rispetto all'altra può alterare i risultati e le conclusioni di uno studio.

<sup>173</sup> Cfr. Berg, F., J. Kölbel and R. Rigobon (2019), “Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings”, SSRN Electronic Journal, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3438533>.

<sup>174</sup> Si vedano, E. F. Fama and K. R. French. Disagreement, tastes, and asset prices. *Journal of Financial Economics*, 83(3):667–689, 2007; H. Hong and M. Kacperczyk. The price of sin: The effects of social norms on markets *Journal of Financial Economics*, 1(93):15–36, 2009 e L. Pastor, R. F. Stambaugh, and L. A. Taylor. Sustainable Investing in Equilibrium. SSRN Scholarly Paper ID 3559432, Social Science Research Network, Rochester, NY, 2020.

Sulla base di queste considerazioni Berg, Kölbel e Rigobon (2019) provano a stimare cosa spiega le differenze tra i rating di diversi provider<sup>175</sup>. Dapprima, identificano tre possibili cause, così definite<sup>176</sup>:

- 1) differenza nell'ambito di applicazione della valutazione<sup>177</sup>;
- 2) differenze di misura, ossia le agenzie misurano la stessa categoria utilizzando però indicatori diversi<sup>178</sup>;
- 3) differenza dei pesi, quando le agenzie di rating hanno opinioni diverse sull'importanza relativa delle singole categorie.<sup>179</sup>

Dopo aver adottato una tassonomia comune per singola categoria tra i diversi provider, Berg, Kölbel and Rigobon (2019) riescono a stimare il peso di ciascuna delle tre cause sulla divergenza. La principale causa di divergenza è data dalle differenze di misura, seguita a poca distanza dalle differenze di scopo. Invece, la differenza dei pesi non sembra avere un effetto significativo.

È emersa anche nel lavoro che una componente importante della differenza di misura è dovuta a un c.d. "rater effect", ossia quando un'agenzia da una buona valutazione in una categoria allora tende a darla buona in tutte le categorie. Una possibile spiegazione è che le agenzie sono organizzate in modo che a singoli valutatori viene affidato il rating di determinate imprese e, quindi, le valutazioni di ciascuna categoria potrebbero non essere omogenee all'interno della stessa agenzia.

In conclusione, certamente è necessario rafforzare la consapevolezza degli investitori – ma anche degli accademici – sulle caratteristiche dei rating ESG e migliorare la ricerca per identificare con maggior dettaglio i motivi delle divergenze<sup>180</sup> e correggere le distorsioni.

---

<sup>175</sup> In particolare analizzano le valutazioni sei diversi provider, KLD (MSCI Stats), Sustainalytics, Vigeo Eiris (Moody's), RobecoSAM (S&P Global), Asset4 (Refinitiv) e MSCI.

<sup>176</sup> Cfr. Berg, F., J. Kölbel and R. Rigobon (2019), "Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings", SSRN Electronic Journal, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3438533>.

<sup>177</sup> Ad esempio, categorie come emissioni di carbonio, pratiche lavorative e attività di lobbying possono essere l'ambito di applicazione di una valutazione. Un'agenzia di rating può includere attività di lobbying, mentre un'altra potrebbe non includerla e ciò contribuisce alla divergenza. Uno sguardo alla Figura 2.11 chiarisce che queste differenze possono essere molto importanti.

<sup>178</sup> Ad esempio, il comportamento sul lavoro potrebbero essere valutato sulla base del fatturato della forza lavoro o del numero delle controversie giudiziarie con i lavoratori e i risultati possono essere molto diversi. Un altro caso è gli indicatori possono concentrarsi sull'esistenza di policy aziendali formalizzate, altri sui risultati, come la frequenza di incidenti. Inoltre, i dati possono provenire da fonti diverse, come report aziendali, dati pubblici fonti, sondaggi o media.

<sup>179</sup> Ad esempio, alle pratiche di lavoro può essere attribuito nella valutazione finale un peso maggiore rispetto all'indicatore di lobbying

<sup>180</sup> Ad esempio, Boffo e Patalano (2020) op. citata, identificano una questione molto importante nella c.d. "financial materiality" ossia nell'impatto che diversi indicatori/categorie ESG hanno sulle performance delle imprese. Le imprese e i rating provider dovrebbero considerare questo aspetto così semplificando e rendendo più trasparenti la disclosure e le metodologie.

#### 2.5.4 Considerazioni conclusive sulla finanza sostenibile e le valutazioni ESG

La strategia europea di finanza sostenibile svolge un ruolo fondamentale per la mobilitazione delle risorse private da affiancare al piano Next Generation EU a cui è affidato il compito di rilanciare l'economia europea dopo la grave crisi economica determinata dalla pandemia. Le banche e gli investitori istituzionali hanno un ruolo decisivo, sia come finanziatori degli investimenti, sia per la capacità di coinvolgere i risparmiatori. Inoltre, per le banche il successo del piano di ripresa economica limiterebbe i rischi di una fortissima crescita dei fallimenti societari e dei prestiti deteriorati.

Sono state finora le banche più grandi a svolgere un ruolo proattivo per lo sviluppo dell'economia in un'ottica sostenibile: infatti questi player hanno una maggiore sensibilità al tema di rafforzare la reputazione e la credibilità sui mercati finanziari e dispongono di maggiori risorse sia di capitale, sia di personale da dedicare alle nuove ed importanti tematiche ambientali. Bisogna però ampliare l'orizzonte e considerare che questo processo di riallocazione delle risorse economiche avrà un impatto su tutte le banche.

A differenza di quanto argomentato nel Capitolo 1 sui requisiti prudenziali, non sembrano esserci però motivi per ritenere che il vantaggio acquisito dalle grandi banche possa determinare una maggiore esposizione a shock esogeni e alla volatilità dei mercati. È esattamente questa una delle ipotesi che cercheremo di verificare empiricamente nel Capitolo 3.

In particolare, nel comparto dei rating ESG, cui sempre più investitori si affidano per ottenere una valutazione indipendente sul comportamento delle società valutate, occorre eliminare quello che i ricercatori dell'OCSE hanno definito un bias a favore delle grandi società, che così beneficiano di una migliore reputazione e un più basso costo del capitale. Allo stesso modo, vanno resi più trasparenti e comprensibili l'oggetto delle valutazioni e le metodologie di attribuzione dei rating, che oggi appaiono molto differenziati, soprattutto se confrontati con i rating creditizi.

Per far questo, la regolamentazione deve perseguire l'obiettivo di favorire la trasparenza delle informazioni e una standardizzazione delle comunicazioni, basate su oggettivi parametri scientifici. Questa strategia regolamentare deve permettere a tutti gli operatori – grandi e piccoli, di differenti settori economici - di operare con costi di compliance contenuti e di avere la possibilità di valutare le migliori opportunità di business.

In definitiva, appare al momento prematuro discutere di un vantaggio concorrenziale che la regolamentazione in materia di ESG assegna alle banche grandi piuttosto che alle piccole, o quantomeno di un effetto indiretto di tale regolamentazione sul grado di concorrenza dei mercati creditizi.

# Capitolo 3: Un'analisi empirica dell'impatto del Covid-19 sulle banche europee e italiane

## 3.1 Obiettivi dell'analisi

La storia finanziaria non è nuova a crisi, turbolenze e imprevisti. Quello che però nessuno si aspettava, era di ritrovarsi nel 2020 a dover fronteggiare una crisi sanitaria globale risolvibile solo con dei lockdown generalizzati che hanno provocato una vera e proprio infarto dell'economia reale in termini di consumi e di produzione. I mercati finanziari sono stati duramente colpiti dalla rapida diffusione in Europa del Covid-19 sia con un aumento della volatilità imputabile all'incertezza sulle tempistiche della pandemia ed alle drastiche misure di gestione per il contenimento della diffusione del virus, sia con una violenta caduta dei prezzi azionari per l'intero mercato e, ancor più, per le banche.

Lo scopo di questo capitolo è di investigare gli andamenti differenziati tra le banche, in funzione del paese di operatività, delle caratteristiche di business, dei dati di capitalizzazione, di conto economico e, aspetto su cui non esiste praticamente letteratura, della loro valutazione sui temi ESG. Ovviamente, un focus particolare è concentrato sulla dimensione della banca. Abbiamo argomentato nel Capitolo 1 che la riforma regolamentare avviata dopo la grande crisi finanziaria ha aumentato la capitalizzazione e la solidità delle banche, producendo però effetti differenziati tra grandi e piccole banche. Nel Capitolo 2 abbiamo poi visto che la finanza sostenibile sta dettando un nuovo paradigma per la relazione tra banche e crescita economica, ma che le banche più grandi sono state finora molto più attive. La pandemia costituisce quello che viene definito un "esperimento naturale"<sup>181</sup>, ossia un evento causale e imprevisto che può aiutare a capire se gruppi diversi di soggetti reagiscono in maniera diversa allo stesso shock.

In Europa, il mercato borsistico ha subito una violenta caduta dei prezzi azionari tra febbraio e marzo 2020, ossia nei mesi prima segnati dal crescente interessamento dei mass media diffusione del Covid-19 e poi,

---

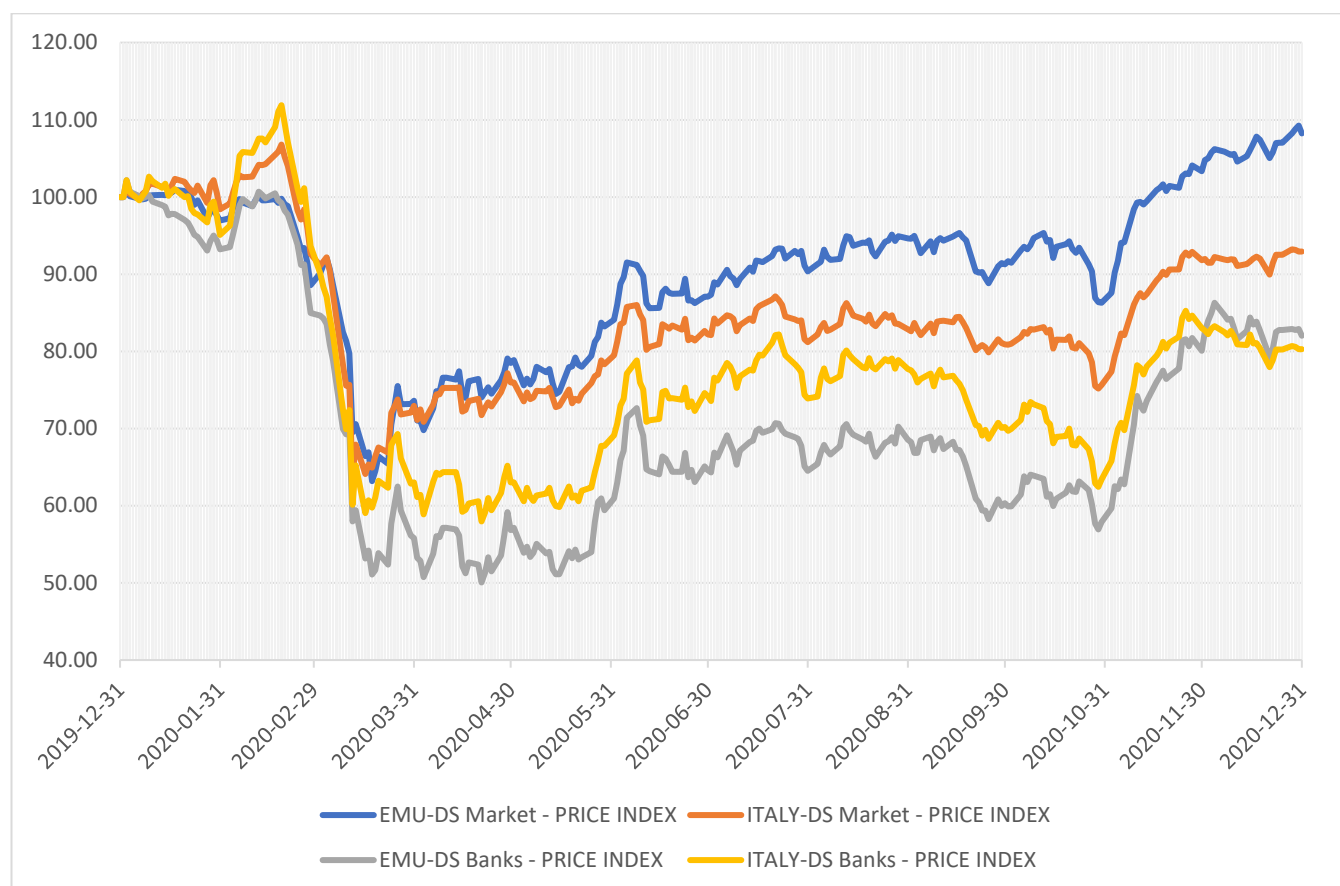
<sup>181</sup> Si veda la definizione della Treccani: disponibile [https://www.treccani.it/enciclopedia/esperimento\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](https://www.treccani.it/enciclopedia/esperimento_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/) **Esperimento naturale**. Gli e. in economia sono rari, perché spesso troppo costosi e per motivi di ordine etico. Esistono più frequentemente situazioni nelle quali circostanze esterne, non controllate da un disegno sperimentale, riproducono una situazione che può essere considerata come una casualizzazione. Si supponga che nel comune A venga introdotta una nuova tassa, per es. sui rifiuti indifferenziati, che non è invece introdotta nel comune confinante, B. Se si ritiene che la residenza di un individuo in un comune possa essere considerata come casuale, allora è come se l'introduzione del provvedimento fosse un trattamento cui sono sottoposte alcune persone (i residenti del comune A) mentre altre no, in maniera 'quasi' casuale. L'introduzione della tassa produce dunque un quasi e., o e. naturale, nel quale il gruppo di trattamento è rappresentato dai residenti del comune A, e i residenti del comune B formano il gruppo di controllo. Ci sono due tipi di quasi esperimenti. Nel primo, il fatto che un individuo riceva o meno il trattamento è visto come se fosse determinato in modo casuale. In questo caso l'effetto causale può essere stimato tramite il metodo dei minimi quadrati, usando come regressore la variabile dummy (→ dummy, variabili), l'indicatore di trattamento. Nel secondo tipo la variazione 'quasi casuale' tra individui non è identificabile con il trattamento, ma è una delle sue determinanti. In questo caso si usa la tecnica di stima delle variabili strumentali (→ variabili strumentali, metodo delle).

quando la diffusione del virus era ormai fuori controllo ed i sistemi sanitari sotto forte pressione, prima in Italia e nelle settimane a seguire in tutti i paesi Europei, dall'avvio dei primi lockdown.

Per misurare la profondità di questo shock finanziario possiamo osservare la Figura 3.1, che riporta l'andamento in borsa sia delle banche che del mercato a livello europeo e italiano. Si può notare che fatto 100 il valore al 31 dicembre 2019, l'indice relativo all'intero mercato dell'area euro era sceso l'11 marzo 2020 a circa 80 (76 per il mercato italiano); nello stesso periodo il sistema bancario europeo era sceso su valori intorno a 70 (72 per l'Italia). Possiamo quindi affermare che in media il sistema bancario ha subito un crollo ancora più drammatico rispetto all'intero mercato. Abbiamo scelto l'11 marzo come data di riferimento in quanto il 12 marzo 2020 è stata una giornata particolarmente drammatica sui mercati e nello specifico per il mercato Italiano e degli altri paesi più colpiti dal virus.

Figura 3.1

### Andamento in borsa delle banche europee e italiane (confronto con l'intero mercato – 31dic2019-31dic2020)



Fonte: Elaborazioni su dati Refinitiv.

Il 12 marzo 2020 è stato segnato dall'infelice statement di Christine Lagarde, Presidente della BCE che con l'affermazione "We are not here to close spreads", seppur nello stesso giorno reinterpretato nel corso

di una intervista televisiva<sup>182</sup>, aveva fatto supporre un limitato impegno della banca centrale nel contrastare la turbolenza finanziaria innescata dal Covid-19 e aveva perciò favorito un'ulteriore, drastica caduta dei corsi azionari. Si può osservare nel grafico che l'andamento negativo di tutte le variabili considerate ha fatto arrivare – il 18 marzo - l'indice generale europeo a 63 (65 per l'Italia) e il mercato bancario a 51 (60 per il mercato bancario italiano). Il 18 marzo la BCE ha annunciato il piano pandemico PEPP<sup>183</sup> e il 20 marzo la BCE ha spiegato le già citate misure di allentamento previste per le banche<sup>184</sup>. Dalla fine di aprile, il mercato azionario europeo ha mostrato una tendenza al recupero, molto più accentuata per l'intero mercato che per il settore bancario, in coincidenza con l'allentamento dei lockdown ed il dispiegarsi degli effetti delle politiche monetarie, fiscali e regolamentari, pure in presenza di ampie oscillazioni, spesso connesse con notizie negative sul fronte della diffusione del virus. Alla fine di giugno, l'indice generale europeo è risalito a 91 (86 per l'Italia) e per il mercato bancario a 73 (79 per il mercato bancario italiano).

Dopo un periodo estivo relativamente stabile e un periodo di ripiegamento all'inizio dell'autunno, dal novembre 2020 gli indici hanno registrato un'accelerazione a seguito dei risultati delle elezioni negli Stati Uniti e delle notizie sull'imminente approvazione dei primi vaccini: alla fine del 2020, l'indice del mercato dell'area dell'euro aveva raggiunto 108, ossia l'8 per cento in più rispetto all'anno precedente, mentre quello italiano si era fermato a 92. Per le banche la chiusura dell'anno è stata pari a 82 e 80 per quelle italiane.

Come abbiamo visto nel capitolo 1, alla fine del 2019, il sistema bancario dell'UE aveva una forte posizione di solvibilità e liquidità, anche se i buffer di capitale macroprudenziali erano assai limitati<sup>185</sup>. Abbiamo, infatti, già analizzato quanto fosse aumentato il livello di capitalizzazione, misurato dal CET1 ratio sia delle banche italiane che di quelle europee e come fosse sotto controllo l'indicatore della leva finanziaria, da poco divenuto obbligatorio.

D'altra parte, la caduta dei valori azionari delle banche è stata molto superiore a quella del totale del mercato, non solo in Italia ma in tutta Europa. La forte contrazione dei prezzi azionari a marzo è stata

---

<sup>182</sup> ECB (2020), Press Conference “INTRODUCTORY STATEMENT”, 12 marzo, disponibile: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2020/html/ecb.is200312~f857a21b6c.en.html> Statement in CNBC after press conference: “*I am fully committed to avoid any fragmentation in a difficult moment for the euro area. High spreads due to the coronavirus impair the transmission of monetary policy. We will use the flexibility embedded in the asset purchase programme, including within the public sector purchase programme. The package approved today can be used flexibly to avoid dislocations in bond markets, and we are ready to use the necessary determination and strength*”.

<sup>183</sup> ECB (2020), Press release “ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)” 18 marzo, disponibile [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318\\_1~3949d6f266.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html).

<sup>184</sup> European Central Bank (2020b), “ECB Banking Supervision provides further flexibility to banks in reaction to coronavirus.” Press release, 20 March 2020.

<sup>185</sup> Si vedano, tra gli altri, Borio, C. (2020), The prudential response to the Covid-19 crisis, Bank of International Settlements e Lewrick, Ulf, Christian Schmieder, Jhuvish Sobrun and Előd Takáts (2020), Releasing bank buffers to cushion the crisis – a quantitative assessment, BIS Bulletin n.11, Bank for International Settlements, Maggio. Sui buffer macroprudenziali, si veda, Abad e Rupullo (2020), The relaxation of bank capital and liquidity requirements in the wake of the coronavirus crisis, European Parliament, Economic Governance Support Unit (EGOV) Directorate-General for Internal Policies, October 2020

addirittura più profonda di quella osservata a seguito del collasso della Lehman Brothers nel 2008<sup>186</sup>. Questi andamenti evidenziano l'aspettativa dei mercati che lo shock Covid-19 determinerà per le banche una contrazione nel medio termine della redditività, come peraltro già avvenuto nel 2020<sup>187</sup> e una forte crescita delle esposizioni deteriorate. La vera sfida per il sistema bancario arriverà quando finiranno i sussidi statali e gli effetti potrebbero essere devastanti, se non saranno attivate delle importanti misure per la rapida ripresa economica.

L'analisi che verrà condotta nei prossimi paragrafi cercherà di discriminare tra due ipotesi alternative. La prima ipotesi è che lo shock si sia ripercosso in maniera simile tra le diverse banche. La seconda ipotesi è che ci siano stati effetti differenziati e che alcune banche abbiano meglio attutito, lo shock del Covid-19: in coerenza con questa ipotesi, le banche meglio capitalizzate, con una minore leva finanziaria e una minore esposizione agli NPL dovrebbero aver avuto una performance migliore, ossia una minore riduzione delle quotazioni durante il mese di marzo 2020. Per le considerazioni svolte nel corso del lavoro, una particolare attenzione sarà dedicata all'impatto della dimensione della banca e alla sua valutazione ESG.

### **3.2 Dati utilizzati e metodologia di stima**

Il campione di banche utilizzato nell'analisi è composto dalle banche quotate appartenenti all'area dell'Euro con una capitalizzazione di mercato almeno pari a 20 milioni. I dati utilizzati sono disponibili sul database Refinitiv, uno dei principali provider di dati finanziari. I dati di bilancio e quelli di conto economico si riferiscono alla fine del dicembre 2019 e sono, quindi certamente esogeni, rispetto a quanto avvenuto a seguito della diffusione del Covid-19.

#### 3.2.1 Variabili utilizzate nel modello e loro impatto atteso

Nella Tavola 3.1 elenchiamo le variabili esogene che utilizzeremo nel modello ed il loro segno atteso rispetto alla variabile dipendente, ossia rispetto al tasso di variazione del corso azionario tra la settimana del 18-23 marzo 2020 e il 31 dicembre 2019.

Inizialmente studieremo il modello con tutte le variabili ad eccezione della variabile "Valutazioni ESG". Successivamente nel paragrafo 4 integreremo nella stima le valutazioni ESG e saremo così in grado di poter giungere a delle significative conclusioni. Infine, nel paragrafo 5, proveremo a identificare le determinanti del recupero di valore dei corsi osservato tra la fine di marzo e il 30 giugno 2020.

---

<sup>186</sup> Aldasoro, Iñaki & Ingo Fender & Bryan Hardy & Nikola Tarashev, 2020. "Effects of Covid-19 on the banking sector: the market's assessment," BIS Bulletins 12, Bank for International Settlements.

<sup>187</sup> Cfr, ECB (2020) Financial Stability Report, novembre, pg. 54-56.



### Identificazione delle variabili per il modello di regressione

Variabile	Segno atteso	Spiegazione
Capitalizzazione di borsa	+/-	Il segno è incerto: da un lato le banche più grandi dovrebbero essere più in grado di affrontare uno shock esogeno, anche in ragione di una maggiore diversificazione del business, ma dall'altro i titoli con maggior flottante sono più liquidi e quindi è più facile disinvestire in un momento di turbolenza finanziaria. Più in generale, l'analisi del coefficiente di regressione associato questa variabile aiuterà a comprendere se le capacità delle banche di sostenere shock imprevisti dipende dalla loro dimensione
Price to Book value	+/-	Il segno è incerto: da un lato, le banche con un più elevato P/B dovrebbero essere quelle con le migliori aspettative di crescita e quindi dovrebbero resistere meglio a una crisi, soprattutto, se ritenuta temporanea. Dall'altro, il mercato potrebbe riprezzare il rischio e valutare di aver avuto un eccesso di fiducia nel business model di banche con un elevato P/B.
NPL/Totale dell'attivo	-	Le banche con una maggiore incidenza degli NPL rispetto al totale dell'attivo dovrebbero essere maggiormente esposte alle conseguenze di una caduta dell'economia a seguito dello shock esogeno
Depositi/Totale dell'attivo	+/-	Il segno è incerto: da un lato le banche con una maggiore incidenza dei depositi dovrebbero avere un business più tradizionale e meno esposto alle variazioni di borsa; dall'altro, potrebbero essere soggette a una maggiore pressione dei depositanti che vogliono rientrare in possesso dei propri risparmi
RWA/Totale dell'attivo	+	Le banche con un valore di RWA più alto rispetto al totale dell'attivo (il c.d. density ratio), ossia le banche con una minore leva finanziaria, potrebbero essere meno esposte a uno shock finanziario. Questa anche perché come sostenuto in alcuni studi presentati nel Capitolo 1 l'utilizzo di strumenti derivati e le cartolarizzazioni potrebbero ridurre i RWA
ROE/ROA	+	Le banche con una migliore redditività (in rapporto al capitale o al totale dell'attivo) dovrebbero essere in grado di assorbire meglio uno shock esogeno.
CET1 ratio	+	Le banche con una più elevato livello di capitale dovrebbero essere in grado di assorbire meglio uno shock esogeno, in virtù di un più ampio buffer di capitale
Valutazione ESG	+	Le banche con una migliore valutazione ESG dovrebbero avere un business model più sostenibile e meno esposte a uno shock esogeno

#### 3.2.2 Statistiche descrittive e correlazione tra le variabili

Nella Tavola 3.2 vengono riportate le statistiche descrittive relative alle 110 banche censite. La caduta media dei valori azionari tra la fine del 2019 e la settimana tra il 18 e il 23 marzo 2020 è stata pari al -32,8% con una standard deviation del 20%. Va notato che questa riduzione (calcolata come la media semplice della riduzione delle banche) sia inferiore a quella (-48%) osservata dall'indice delle banche dell'euro: ciò vuol dire che la riduzione è più forte tra le banche con maggiore capitalizzazione, che ovviamente hanno un maggior peso sull'indice presentato nel paragrafo 3.1.

La capitalizzazione di borsa media delle banche del campione è pari a 5,4 miliardi di euro, con la banca più piccola che ha una capitalizzazione di 20 milioni e la più grande che ha una capitalizzazione di 66 miliardi di euro. Il price to book value medio è pari a 1,14 con una standard deviation molto grande, pari a 1,4.

### Statistiche descrittive

Il campione di banche analizzato comprende 110 banche europee con capitalizzazione di borsa superiore a 20 milioni. Sono riportati le variazioni di prezzo osservate nel periodo di caduta dei prezzi (tra il 31 dicembre 2019 e una media dei valori del 18 e 23 marzo) e nel periodo di recupero (tra marzo 2020 e il 30 giugno 2020).

Capitalizzazione di borsa è il valore rilevato al 31 dicembre 2019. Alla stessa data sono stati rilevati, quando disponibili, il totale dell'attivo, l'ammontare dei Risk Weighted Asset, il totale dei depositi e i Non Performing Loans. Sempre relativi al 31 dicembre 2019 sono rilevati i "fundamental ratio": il Price to book value, il Return on Equity (ROE), il Return on Asset (ROA), il rapporto tra NPL e totale dell'attivo, il rapporto tra RWA e totale dell'attivo, il rapporto tra depositi e il totale dell'attivo e il CET1 Ratio.

Variabile	Obs.	Media	Std. Dev.	Min.	Max.
Δ Prezzo (media 18 e 23 marzo 2020/31Dic2019)	110	-32.8	20.0	-71.3	41.5
Δ Prezzo (30 giugno/media 18 e 23 marzo 2020)	105	16.0	21.4	-26.8	105.0
Capitalizzazione di borsa (dic2019, € milioni)	110	5,436	11,916	20	66,027
Totale attivo (dic2019, € milioni)	105	154,286	363,819	16	2,040,836
RWA (dic2019, € milioni)	72	51,867	108,355	524	592,319
Depositi (dic2019, € milioni)	89	103,080	202,586	387	990,665
NPL (dic2019, € milioni)	71	4,168	6,883	7	35,670
Ln capitalizzazione di borsa	110	6.9	1.9	3.0	11.1
Price to Book (31dic2019)	105	1.143	1.450	0.142	9.050
ROE (dic2019)	96	0.066	0.229	-1.595	0.760
ROA (dic2019)	103	0.008	0.076	-0.611	0.368
CET1ratio (dic2019)	74	0.159	0.042	0.100	0.316
NPL/Totale attivo (dic2019)	71	0.051	0.073	0.001	0.368
RWA/Totale attivo (dic2019)	72	0.462	0.163	0.096	0.957
Depositi/Totale attivo (dic2019)	89	0.703	0.155	0.172	0.926

Venendo ai dati di bilancio, il totale dell'attivo medio è pari a 154 miliardi, con un'enorme escursione tra la banca più piccola (con un totale dell'attivo di 16 milioni) e la più grande che ha asset per 2.040 miliardi. L'ammontare di NPL medio è pari a 4,2 miliardi, con un rapporto sul totale degli attivi del 5,1% (con una standard deviation del 7,3%). Il rapporto tra RWA e totale dell'attivo medio è pari a 46% con una standard deviation pari a 16%. Il ROE medio delle banche è pari a 6,6% con una standard deviation di 2,3%.

Nella Tavola 3.3 sono riportati i coefficienti di correlazione tra le principali variabili analizzate. La variazione del prezzo a marzo è negativamente e significativamente correlata con la capitalizzazione di borsa, ossia le banche più grandi hanno registrato una perdita maggiore. Il segno di questa correlazione non è affatto scontato. Infatti, ci si poteva attendere una correlazione positiva, in quanto le banche più grandi dovrebbero essere meglio in grado di assorbire shock esogeni, in ragione della maggiore diversificazione del loro business. D'altro canto, il virus si è diffuso ovunque, annullando i benefici della diversificazione geografica e, inoltre, i titoli delle grandi banche sono più liquidi sul mercato e questo potrebbe aver facilitato l'uscita dalle posizioni per gli operatori che necessitavano di liquidità.

### Correlazione tra le principali variabili

Il campione di banche analizzato comprende 110 banche europee con capitalizzazione di borsa superiore a 20 milioni. Le variabili sono descritte nella Tavola 3.2. Il simbolo \*\*\* indica una significatività al livello dell'1% o meno; \*\* tra l'1% e il 5%; \* tra il 5% e il 10%.

	Δ Prezzo	LNCAP	NPL/TA	RWA/TA	ROE	ROA	DEP/TA	P/B	CET1r
Δ Prezzo marzo	1.00								
LNCAP	<b>-0.48***</b>	1.00							
NPL/TA	<b>-0.41***</b>	-0.05	1.00						
RWA/TA	0.14	<b>-0.31***</b>	<b>0.68***</b>	1.00					
ROE	-0.09	0.13	0.01	-0.02	1.00				
ROA	-0.13	0.09	0.01	0.11	<b>0.64***</b>	1.00			
DEP/TA	0.09	<b>-0.31***</b>	0.18	<b>0.39***</b>	0.01	0.06	1.00		
P/B	0.06	-0.09	<b>-0.23*</b>	<b>-0.27**</b>	0.09	<b>-0.23**</b>	0.08	1.00	
CET1r	0.15	<b>-0.44***</b>	<b>-0.24**</b>	<b>-0.26**</b>	<b>-0.36***</b>	<b>-0.32***</b>	-0.02	-0.03	1.00

Inoltre, la capitalizzazione di borsa è anche correlata significativamente con altre caratteristiche. In particolare, le banche più grandi hanno un minor rapporto tra RWA e totale dell'attivo, un più basso livello di CET1 ratio, oltre che una minore quota di depositi sul totale dell'attivo. Si tratta di valori coerenti con gli approfondimenti svolti nel Capitolo 1. In sintesi, le banche più grandi hanno una maggiore esposizione ai mercati finanziari che, in tempi ordinari permette di avere una maggiore leva finanziaria (ossia livelli RWA più bassi dato il totale dell'attivo), CET1 più basso e un maggior ricorso a finanziamenti sul mercato. Ovviamente, questa maggiore esposizione ai mercati finanziari, le cui ragioni abbiamo ampiamente analizzato nel Capitolo 1, può ripercuotersi negativamente in periodi di forte turbolenza finanziaria.

È anche significativa la correlazione negativa tra la variazione dei prezzi e il rapporto tra NPL e totale dell'attivo. Il segno di questa correlazione è atteso, ma richiede una specificazione. Naturalmente, l'indicatore è calcolato nel 2019 e, quindi, le esposizioni deteriorate si riferiscono a prestiti erogati in periodi precedenti. Il fatto che l'indicatore sia correlato con la caduta dei prezzi di marzo 2020 evidenzia che i mercati si attendono una recrudescenza del fenomeno delle partite deteriorate proprio nelle banche in passato più esposte al problema, probabilmente per la maggiore esposizione di queste banche al rischio creditizio della clientela ordinaria. Le banche con più NPL hanno anche un più basso livello di CET1. Si tratta della correlazione, analizzata nel paragrafo 1.5 per le banche italiane, determinata dal fatto che lo smaltimento delle partite deteriorate ha reso nella passata congiuntura più lento il processo di adeguamento ai nuovi standard regolamentari del CET1 ratio.

Infine, i livelli di redditività (ROE e ROA) sono correlati positivamente tra di loro e negativamente con il CET1 ratio, ma non sono correlate significativamente con la riduzione dei prezzi.

### 3.3 Risultati della regressione di base per il periodo di caduta dei corsi

Nella Tavola 3.4 sono presentati i risultati dell'analisi di regressione. La strategia di identificazione della migliore specificazione è basata sulla stima di una regressione completa (stima riportata nel Panel B) e della successiva eliminazione delle variabili che non sono significative (Panel A).

Nella stima di base, sono introdotte variabili dummies per i singoli paesi (i cui coefficienti stimati non sono riportati) per tener conto appunto delle specifiche condizioni di ciascun paese. È interessante notare che le dummy Paese sono nel loro insieme fortemente significative (il test F di esclusione presenta un valore 2,69 e l'ipotesi della loro esclusione viene rifiutata allo 0,6%). Infatti, il passaggio tra la regressione senza dummy paese (riportata nel Panel C) comporta un forte aumento dell' $R^2$  aggiustato (da 0,388 senza dummies paese a 0,578).

Tavola 3.4

#### Determinanti della caduta dei prezzi - dic2019-marzo2020

La variabile dipendente è il tasso di variazione tra il 31 dicembre 2019 e il valor medio del 18 marzo 2020 e il 23 marzo 2020. Le variabili esplicative sono state descritte nella Tavola 3.2. Il simbolo \*\*\* indica una significatività al livello dell'1% o meno; \*\* indica una significatività tra l'1% e il 5%; \* indica una significatività tra il 5% e il 10%.

Variabili	Panel A: stima base	Panel B: stima completa	Panel C Stima senza dummy
Ln (Capitalizzazione di borsa)	<b>-2.40</b> ** (1.11)	<b>-2.75</b> * (1.54)	<b>-5.41</b> *** (1.01)
NPL/Totale attivo	<b>-224.96</b> ** (86.07)	<b>-240.53</b> ** (100.13)	<b>-144.10</b> *** (47.45)
RWA/Totale attivo (dic2019)	<b>58.85</b> ** (22.63)	<b>71.23</b> *** (25.28)	<b>16.91</b> (16.36)
ROE (dic2019)		<b>-86.82</b> (58.13)	
Price to Book (31dic2019)		<b>4.93</b> (4.55)	
CET1ratio (dic2019)		<b>-23.21</b> (60.44)	
DUMMIES Paese	SI	SI	NO
F-Test	<b>2.69</b>	<b>2.26</b>	
Prob>F	<b>0.006</b> ***	<b>0.029</b> ***	
Numero di osservazioni	<b>60</b>	<b>52</b>	<b>60</b>
$R^2$	<b>0.707</b>	<b>0.726</b>	<b>0.419</b>
$R^2$ aggiustato	<b>0.578</b>	<b>0.549</b>	<b>0.388</b>

Andando a commentare i risultati della stima di base (Panel A) si conferma che le banche con maggiore capitalizzazione hanno avuto una più marcata riduzione dei valori di borsa, anche controllando per le altre variabili incluse nella stima e per le dummies paese. Il coefficiente stimato (-2,4) è diverso da zero con una

significatività del 5%. In particolare, è possibile calcolare che un aumento della dimensione della banca di una standard deviation (pari a 1,9 come si vede nella Tavola 3.2) determina una maggiore diminuzione del valore di borsa pari a 4,6 punti percentuali ( $-2,4*1,9$ ).

Anche per la variabile NPL/TA si conferma la relazione inversa con l'andamento delle quotazioni. Il coefficiente stimato è pari a -225 e risulta significativamente diverso da zero al 5%. Per apprezzare l'impatto, si deve considerare che la media NPL/TA è pari a 0,051 con una standard deviation 0,073. L'aumento di una standard deviation della variabile determina una maggiore contrazione del prezzo pari a 16,4 punti percentuali ( $0,073*-225$ ). Si tratta di un effetto molto significativo, simile al valore di una standard deviation della variazione dei prezzi osservata in marzo (20%).

È anche significativo, nella stima di base, l'effetto della variabile RWA/TA, ossia una misura inversa – a parità di capitale detenuto – della leva finanziaria. Il coefficiente stimato è pari a 58,85. Una diminuzione della leva finanziaria pari ad aumento di una standard deviation del valore di RWA/TA (che ha media pari a 0,462 e st.dev 0,163) determina un aumento (ossia una minore riduzione) del valore di borsa di 9,6 punti percentuali ( $58,85*0,163$ ).

Per riassumere, i risultati evidenziano un effetto negativo e significativo della dimensione della banca, dell'incidenza delle sofferenze e della leva finanziaria. Nonostante il numero totale di osservazioni sia abbastanza limitato (60) si tratta di un risultato piuttosto robusto, visto che rimane sostanzialmente confermato con l'eliminazione delle dummy Paese (Panel C) e con l'introduzione di altre variabili, quali quelle riportate nel Panel B. Infatti i coefficienti stimati per il ROE, per il Price to Book ratio e per il CET1 ratio non risultano essere significativi, probabilmente perché – come visto nel paragrafo precedente – queste variabili sono fortemente correlate con i regressori inclusi nella stima di base.

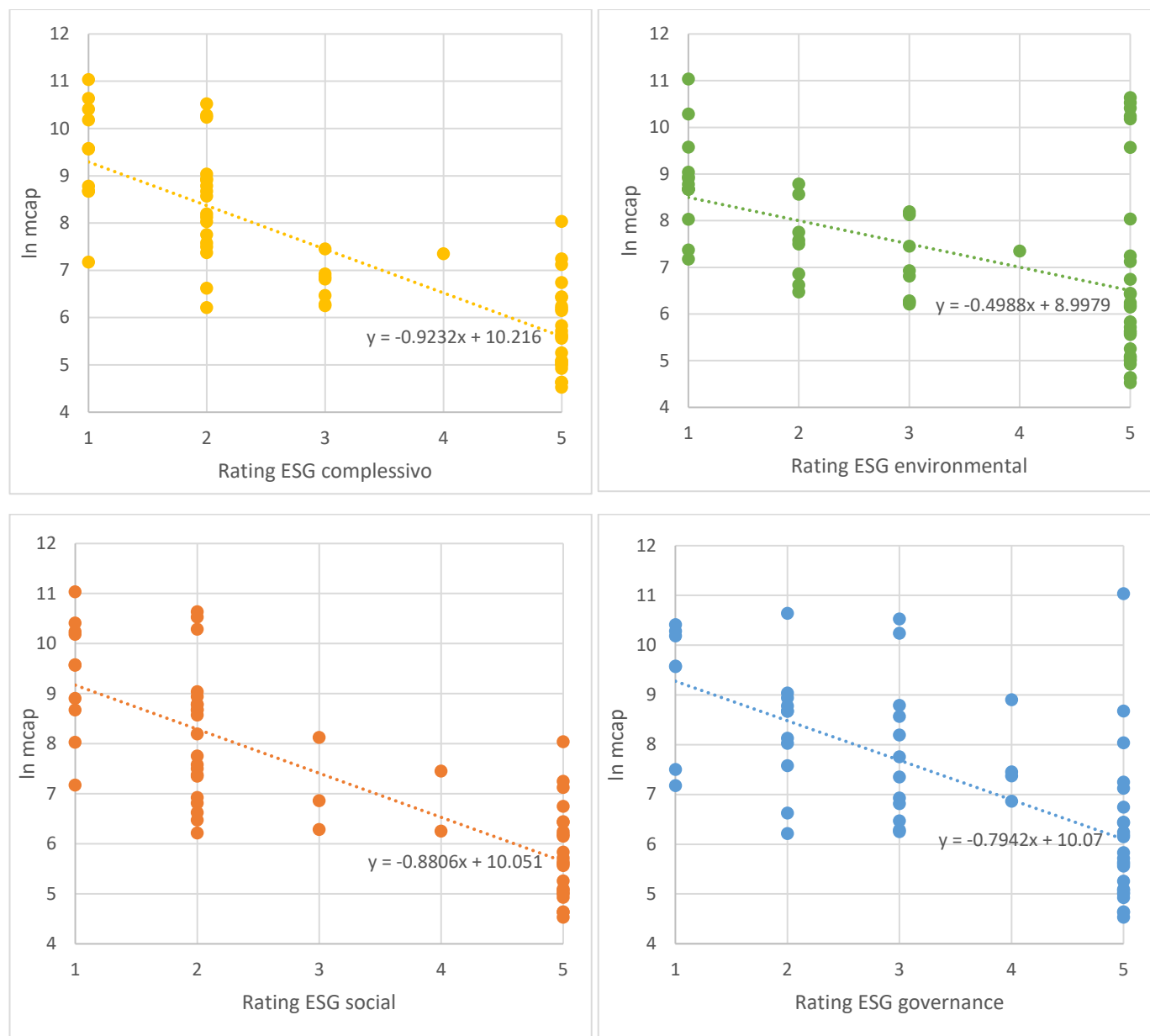
In conclusione, vogliamo sottolineare di nuovo il risultato che le banche più grandi – a parità delle altre variabili – hanno registrato una caduta dei valori azionari superiore a quello delle banche più piccole. Questo risultato è coerente con le valutazioni offerte nel Capitolo 1 che segnalavano la possibilità di una maggiore esposizione ai rischi originati nei mercati finanziari, come risultato di un maggior ricorso a complesse operazioni in derivati e di cartolarizzazione e a strumenti ibridi di capitale.

### 3.4 Modello integrato con le valutazioni ESG delle banche

Questo paragrafo integra la stima di base, specificata nel paragrafo precedente, con le valutazioni ESG delle banche. In particolare, usiamo nelle stime le valutazioni di Refinitiv osservate alla fine del 2019<sup>188</sup>. Refinitiv assegna una valutazione complessiva e una riferita specificatamente a ciascuna delle componenti E (Environmental) S (Social) G (Governance). Le valutazioni sono espresse in lettere e per la nostra stima abbiamo assegnato Rating 1 per le lettere A+,A,A-; Rating 2 per B+,B,B-; Rating 3 per C+,C,C-; Rating 3 per C+,C,C-; Rating 4 per D+,D,D-; Rating 5 per le banche unrated.

Figura 3.2

#### Relazione tra ESG Rating e dimensione della banca



Elaborazioni su dati Refinitiv. Campione di 60 banche area euro utilizzate per le stime. Rating 1 = A+,A,A-; Rating 2 = B+,B,B-; Rating 3 = C+,C,C-; Rating 3 = C+,C,C-; Rating 4 = D+,D,D-; Rating 5 = Unrated

<sup>188</sup> Per la metodologia usata da Refinitiv nell'assegnazione dei rating si veda <https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores>

Come già evidenziato in letteratura<sup>189</sup> e analizzato in dettaglio nella sezione 2.5.4, la distribuzione dei rating ESG è molto sbilanciata verso le grandi imprese, ossia le grandi imprese sono più frequentemente valutate e, soprattutto, ottengono valutazioni migliori. La Figura 3.2 conferma questa caratteristica e riporta la distribuzione dei rating ESG, distintamente per il complesso e per ciascuna delle diverse componenti.

Nella Tavola 3.5 vengono poi riportate le correlazioni tra i diversi rating. Si tratta di correlazioni molto elevate, addirittura prossime all'unità per quanto riguarda i rating Social e Governance e per quello complessivo. Solo le valutazioni Environmental presentano qualche limitata difformità rispetto alle altre, come peraltro già evidenziato nella Figura 3.2.

Le correlazioni sono anche molto forti e negative con la capitalizzazione di borsa. Il segno negativo non deve trarre in inganno: avendo codificato il valore 1 per i migliori rating (A<sup>+</sup>, A e A<sup>-</sup>), il valore 2 per i rating B<sup>+</sup>, B e B<sup>-</sup> e così via fino al valore 5 per quelle senza rating, la correlazione negativa indica che le banche più grandi hanno tendenzialmente i migliori rating e quelle più piccole i peggiori o sono senza rating.

Tavola 3.5

### Correlazione tra i diversi rating ESG

Il campione di banche analizzato comprende 110 banche europee con capitalizzazione di borsa superiore a 20 milioni. Le variabili sono descritte nella Tavola 3.2. Il simbolo \*\*\* indica una significatività al livello dell'1% o meno; \*\* tra l'1% e il 5%; \* tra il 5% e il 10%.

	Ln Capitalizzazione	ESG complessivo	ESG environmental	ESG social	ESG governance
Ln Capitalizzazione	1				
ESG complessivo	<b>-0,777***</b>	1			
ESG environmental	<b>-0,517***</b>	<b>0.789***</b>	1		
ESG social	<b>-0,710***</b>	<b>0.940***</b>	<b>0.803***</b>	1	
ESG governance	<b>-0,715***</b>	<b>0.843***</b>	<b>0.665***</b>	<b>0.827***</b>	1

Elaborazioni su dati Refinitiv. Campione di 60 banche area euro utilizzate per le stime. Rating 1 = A<sup>+</sup>,A,A<sup>-</sup>; Rating 2 = B<sup>+</sup>,B,B<sup>-</sup>; Rating 3 = C<sup>+</sup>,C,C<sup>-</sup>; Rating 4 = D<sup>+</sup>,D,D<sup>-</sup>; Rating 5 = Unrated

Per valutare l'esistenza di un effetto addizionale delle valutazioni ESG nello spiegare il crollo dei valori di borsa osservato nel marzo 2020, è stata aggiunta alla regressione di base del paragrafo precedente una variabile dummy che assume il valore 1 quando la banca ha un rating ESG compreso tra A<sup>+</sup>, A e A<sup>-</sup> e 0 negli altri casi. In altri termini, si sono considerate le sole banche con la migliore valutazione per verificare il loro comportamento rispetto alle altre banche, a parità delle altre caratteristiche<sup>190</sup>.

189 Boffo, R., and R. Patalano (2020), "ESG Investing: Practices, Progress and Challenges", OECD Paris, [www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf](http://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf)

190 Un'altra possibilità era inserire, come fatto per esempio per i paesi, una variabile per ciascun rating. In una regressione non riportata, è stata effettuata la stima con questa specificazione. Vista la forte correlazione tra la dimensione e i rating ESG, tutti i coefficienti stimati nella regressione non risultavano significativi, tranne la variabile dummy per le banche senza rating ESG, che aveva un coefficiente positivo e significativo.

Nella Tavola 3.6 si riportano i risultati di questo esercizio. In generale, l'introduzione delle valutazioni ESG non modifica il segno e la significatività delle altre variabili. Tra le variabili aggiunte, solo il rating relativo alla valutazione ESG complessiva ha un coefficiente debolmente significativo. Il coefficiente è pari a 8,9, indicando che – a parità di tutte le altre caratteristiche – le banche con il miglior rating A hanno registrato una diminuzione di circa 9 punti percentuali inferiore a quella delle altre banche. Va anche tenuto conto che l'introduzione della variabile ESG fa passare da -2,4 a -3,36 il coefficiente dell'ammontare della capitalizzazione di borsa, mentre gli altri coefficienti rimangono sostanzialmente invariati.

Tavola 3.6

### **Determinanti della caduta dei prezzi - dic2019-marzo2020 (aggiungendo ESG rating)**

La variabile dipendente è il tasso di variazione tra il 31 dicembre 2019 e il valor medio del 18 marzo 2020 e il 23 marzo 2020. Le altre variabili esplicative sono state descritte nella Tavola 3.2. Il simbolo \*\*\* indica una significatività al livello dell'1% o meno; \*\* indica una significatività tra l'1% e il 5%; \* indica una significatività tra il 5% e il 10%.

	Panel A: Rating ESG	Panel B: Rating E	Panel C: Rating S	Panel A: Rating G
Ln (Capitalizzazione di borsa)	-3.36 ** (1.24)	-2.73 ** (1.15)	-3.20 ** (1.24)	-2.17 * (1.30)
NPL/Totale attivo	-212.48 ** (84.78)	-254.38 *** (90.28)	-229.00 ** (85.23)	-226.58 ** (87.14)
RWA/Totale attivo (dic2019)	56.78 ** (22.24)	66.37 *** (23.68)	58.02 ** (22.41)	60.04 ** (23.15)
ESG complessivo (rating A)	8.92 * (5.52)			
ESG environmental (rating A)		5.34 (5.02)		
ESG social (rating A)			8.28 (6.08)	
ESG governance (rating A)				-2.30 (6.74)
DUMMIES Paese	SI	SI	SI	SI
Numero di osservazioni	60	60	60	60
R <sup>2</sup>	0.725	0.715	0.720	0.708
R <sup>2</sup> aggiustato	0.594	0.580	0.587	0.569

La presenza di un coefficiente positivo e significativo per le banche con un rating A nella valutazione ESG supporta l'ipotesi che – a parità di tutte le altre variabili – i mercati finanziari considerano il miglior rating ESG come un elemento distintivo che è valutato come indice di una migliore capacità di resilienza a shock esterni. Sono al riguardo necessarie due specificazioni:

- 1) non basta avere un rating ESG, ma serve il miglior rating. In altri termini, avere un rating B o non averne proprio ha, in questa stima, lo stesso effetto. Ciò potrebbe dipendere dal fatto che ancora i rating ESG non sono ritenuti in grado di effettuare differenziazioni più granulari e che conta esclusivamente essere valutati come i migliori.



2) come detto, il coefficiente stimato misura l'effetto del rating ESG a parità delle altre variabili. Quindi non è corretto dire che le banche con rating A hanno registrato performance azionarie positive. Vuol dire, piuttosto, che hanno registrato perdite inferiori a quelle di una banca che non ha il miglior rating ma con caratteristiche in tutto simili per dimensione e RWA/TA (indicatore che assume tipicamente valori bassi per le banche grandi).

### 3.5 Stime per il periodo di recupero di valore dei corsi

Abbiamo visto nel paragrafo 3.1 che dalla fine di aprile le quotazioni hanno registrato un recupero a partire dalla fine da maggio, in coincidenza con l'allentamento dei lockdown e il dispiegarsi degli effetti delle politiche monetarie, fiscali e regolamentari. Tra il punto di minimo identificato in marzo e il 30 giugno l'indice era aumentato di circa il 40%, mentre le banche del campione hanno registrato un aumento medio del 16%: questa evidenza segnala come il recupero sia stato più forte per le banche grandi, che erano state anche quelle con il calo più marcato nel primo periodo. Per analizzare il recupero abbiamo stimato la stessa specificazione utilizzata per esaminare la caduta dei prezzi. Nella Tavola 3.7 sono riportati i risultati; in particolare, nel Panel A è riportata la stima base. I coefficienti stimati sono simili – ma con il segno opposto – rispetto a quelli stimati nella Tavola 3.4.

Tavola 3.7

#### Determinanti del recupero di valore – marzo2020 –giugno 2020

La variabile dipendente è il tasso di variazione tra il valore del 30 giugno e il valor medio del 18 marzo 2020 e il 23 marzo 2020. Le variabili esplicative sono state descritte nella Tavola 3.2. Il simbolo \*\*\* indica una significatività al livello dell'1% o meno; \*\* tra l'1% e il 5%; \* tra il 5% e il 10%.

	Panel A: stima base	Panel B: con dummy paese	Panel C con ESG	Panel A: con $\Delta$ marzo
Ln (Capitalizzazione di borsa)	<b>2.59</b> *	<b>3.48</b> *	<b>1.39</b>	<b>2.42</b>
	(1.41)	(1.92)	(1.69)	(1.76)
NPL/Totale attivo	<b>224.24</b> ***	<b>38.23</b>	<b>210.83</b> ***	<b>219.90</b> ***
	(64.79)	(140.28)	(65.29)	(70.63)
RWA/Totale attivo (dic2019)	<b>-83.92</b> ***	<b>-61.58</b> *	<b>-81.91</b> ***	<b>-83.39</b> ***
	(22.37)	(37.19)	(22.30)	(22.81)
ESG complessivo (rating A)			<b>10.08</b>	
			(7.95)	
$\Delta$ marzo				<b>-0.03</b>
				(0.19)
DUMMIES Paese	<b>NO</b>	<b>SI</b>	<b>NO</b>	<b>NO</b>
F-Test		<b>1.08</b>		
Prob>F		<b>0.40</b>		
Numero di osservazioni	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>59</b>
R <sup>2</sup>	<b>0.290</b>	<b>0.495</b>	<b>0.311</b>	<b>0.290</b>
R <sup>2</sup> aggiustato	<b>0.251</b>	<b>0.268</b>	<b>0.260</b>	<b>0.238</b>

Pertanto, il recupero è stato significativamente più forte per le banche più grandi, con una maggiore leva finanziaria e con più elevato livello di NPL. In particolare, il coefficiente associato alla capitalizzazione di borsa è pari a 2,6 (contro -2,4 nel periodo di caduta dei corsi); quello di NPL/TA a 224 contro (-225 nella caduta); quello di RWA/TA a -84 (contro 59 nel periodo di marzo). In altri termini, le banche che avevano perso di più hanno recuperato di più e lo hanno fatto sostanzialmente con la stessa intensità.

Nel Panel B alle variabili della stima di base sono aggiunte le dummy per paese che, a differenza di quanto osservato nel periodo della caduta dei prezzi, non risultano essere complessivamente significative (F-test 1,08, sign 0,40). Ciò può dipendere dal fatto che molte misure di sostegno (essenzialmente quelle monetarie e regolamentari) hanno avuto un carattere europeo e, inoltre, che l'allentamento dei vincoli di bilancio europei ha permesso ai diversi stati membri politiche fiscali comparabili.

Infine, nel Panel C viene aggiunta alla specificazione di base la valutazione ESG complessiva della banca. Il coefficiente stimato non è statisticamente significativo ma rimane positivo come quello della stima per il periodo di caduta della borsa (è pari a 10 in questa stima e a 9 in quella della Tavola 3.6). Anche se non costituisce una prova statisticamente robusta, questa evidenza è coerente con l'ipotesi che le società con una migliore valutazione ESG possono essere meno esposte alle turbolenze finanziarie.

## **Conclusioni. Dimensione degli intermediari bancari ed effetti dell'evoluzione regolamentare**

Il lavoro ha presentato e commentato nel dettaglio il lungo e accidentato percorso di riforma regolamentare, muovendo dalla considerazione che vi sono pochi dubbi sul fatto che il rafforzamento patrimoniale del sistema bancario internazionale fosse necessario e che andasse limitata la capacità delle banche – soprattutto quelle di grande dimensione – di assumere rischi eccessivi nei mercati finanziari. Le analisi condotte e i dati presentati nel Capitolo 1 mostrano che questo processo è certamente andato avanti ed è ampiamente condiviso e condivisibile il giudizio che le banche fossero alla fine del 2019 più solide e meglio capitalizzate rispetto al momento del fallimento di Lehman Brothers.

Ricollegandoci alla nostra domanda di ricerca, che chiedeva di valutare potenziali effetti asimmetrici - in particolare tra banche grandi e piccole - delle riforme regolamentari, le nostre analisi hanno evidenziato come l'aggiustamento verso le nuove regole sia stato molto più accentuato e costoso per le piccole banche, quelle con modelli di business più tradizionale.

Ciò in ragione dei numerosi motivi analizzati nel dettaglio nel Capitolo 1, quali: i) l'aumento della complessità delle regole che ha determinato costi di compliance relativamente molto più elevati per le imprese piccole; ii) le difficoltà di accesso al mercato dei capitali che hanno reso molto più difficile per le piccole imprese: emettere strumenti di capitale ibridi relativamente meno costosi rispetto al CET1, soddisfare i vincoli imposti dal MREL e, soprattutto, utilizzare complessi strumenti derivati e di cartolarizzazione, per ridurre il peso dei RWA rispetto al totale dell'attivo. Inoltre, l'approccio prudenziale e uniforme alla gestione dei crediti deteriorati, che in Europa ha caratterizzato la costruzione della Banking Union e l'innalzamento dei requisiti patrimoniali, hanno determinato un costo addizionale legato alla gestione del credito, e in particolare, dei prestiti alle PMI, che sono la specializzazione delle banche regionali e locali. Tutti i fattori richiamati hanno limitato il ruolo delle banche di prossimità nel sostegno alle economie locali, sostegno che se bene esercitato presenta significativi benefici in termini di produttività ed efficienza del sistema economico.

D'altro canto, però, il rafforzamento patrimoniale delle piccole banche le rende più solide rispetto al passato e le costringe a una governance più attenta alle esigenze di sana e prudente gestione, mentre è possibile che le grandi banche, in ragione di una esposizione ai rischi finanziari - ridotta nel tempo ma certamente molto superiore a quella delle piccole banche - possano essere percepite più rischiose in periodi di turbolenze finanziarie, soprattutto se lo shock ha le caratteristiche assunte dalla pandemia.

Il Capitolo 2 ha analizzato la strategia europea di finanza sostenibile che svolge un ruolo fondamentale per la mobilitazione delle risorse private da affiancare al piano Next Generation EU a cui è affidato il compito

di rilanciare l'economia europea dopo la grave crisi economica determinata dalla pandemia. Le banche e gli investitori istituzionali hanno un ruolo decisivo, sia come finanziatori degli investimenti, sia per la capacità di coinvolgere i risparmiatori. Inoltre, per le banche il successo del piano di ripresa economica limiterebbe i rischi di una fortissima crescita dei fallimenti societari e dei prestiti deteriorati.

Sono state finora le banche più grandi a svolgere un ruolo proattivo per lo sviluppo dell'economia in un'ottica sostenibile: infatti questi player hanno una maggiore sensibilità al tema di rafforzare la reputazione e la credibilità sui mercati finanziari e dispongono di maggiori risorse sia di capitale, sia di personale da dedicare alle nuove ed importanti tematiche ambientali. A differenza di quanto argomentato nel Capitolo 1 sui requisiti prudenziali, non sembrano però esserci motivi per ritenere che il vantaggio acquisito dalle grandi banche possa determinare una maggiore esposizione a shock esogeni e alla volatilità dei mercati.

Nel Capitolo 3 viene condotta un'analisi econometrica, utilizzando i dati delle 110 banche quotate dell'area dell'euro. Nonostante alla fine del 2019 il sistema bancario avesse una solida posizione di solvibilità e liquidità, la caduta dei valori azionari delle banche nel marzo 2020 è stata molto superiore a quella del totale del mercato, non solo in Italia ma in Europa e nel mondo; inoltre, la contrazione è stata addirittura più profonda di quella osservata nel 2008.

Il nostro esercizio econometrico permette di identificare le caratteristiche delle banche che hanno registrato il calo più significativo: si tratta delle banche più grandi, con una maggiore incidenza delle sofferenze e con una più elevata leva finanziaria. Non sorprende che le banche maggiormente esposte al rischio creditizio della clientela e quelle maggiormente esposte ai rischi finanziari abbiano sofferto di più. La caduta dei listini azionari di marzo 2020 è stata drammatica, ma fortunatamente le riforme regolamentari introdotte negli anni precedenti avevano reso il sistema bancario meno vulnerabile ad una crisi così improvvisa e dirompente.

Vogliamo in particolare sottolineare il risultato che le banche più grandi – a parità delle altre variabili – hanno registrato una caduta dei valori azionari superiore a quello delle banche più piccole. Questo risultato è coerente con le valutazioni offerte nel Capitolo 1 che segnalavano come questi istituti potessero essere maggiormente esposti ai rischi originati nei mercati finanziari, dato un maggior ricorso a complesse operazioni in derivati e di cartolarizzazione e a strumenti ibridi di capitale. Si tratta delle considerazioni svolte, tra gli altri da Masera e da economisti della World bank, che richiedono certamente ulteriori approfondimenti.

Nell'esercizio svolto sono state poi aggiunte le valutazioni ESG delle banche, valutazioni che sono tendenzialmente più positive per le grandi banche. Infatti, le grandi banche sono più frequentemente valutate e, soprattutto, ottengono valutazioni migliori. Il principale risultato è che – a parità di tutte le altre variabili –

i mercati finanziari considerano il possesso del miglior rating ESG come un elemento distintivo che è valutato come indice di una migliore capacità di resilienza a shock esterni: è utile ribadire che non basta avere un rating ESG, ma serve il miglior rating.

Data la sempre maggiore fiducia che gli investitori ripongono nei rating ESG, occorre eliminare quello che i ricercatori dell'OCSE hanno definito un bias a favore delle grandi società, che così beneficiano di una migliore reputazione e un più basso costo del capitale. Per far questo, la regolamentazione deve perseguire l'obiettivo di favorire la trasparenza delle informazioni e una standardizzazione delle comunicazioni, basate su oggettivi parametri scientifici. Un "level playing field" internazionale in tema di regolamentazione di finanza sostenibile sembrerebbe la strada giusta da intraprendere per evitare future turbolenze sui mercati finanziari.

In conclusione, sono stati evidenziati alcuni aspetti delle recenti regolamentazioni meritevoli di ulteriori ricerche empiriche, riflessioni, approfondimenti giuridici nonché modifiche importanti. L'evidenza empirica dei fatti della primavera 2020 ha mostrato come gli strumenti della vigilanza macroprudenziale per essere realmente efficaci e rispondere alle esigenze per le quali sono stati introdotti, ossia liberare nei momenti di congiuntura negativa dell'economia il capitale accantonato, dovrebbero diventare automatici. Vanno poi messe a punto le regole (MREL e TLAC) che obbligano anche le piccole banche a emettere sul mercato strumenti in grado di assorbire le perdite e vanno rivalutate – anche alla luce della estrema volatilità osservata nei mercati finanziari nei giorni dei primi lockdown – le ponderazioni per il rischio delle operazioni più innovative e complesse nei mercati finanziari. Più in generale, occorre affrontare alla radice il tema dell'applicazione proporzionale delle regole per rimediare agli svantaggi competitivi subiti dalle banche più piccole, con modelli di business più tradizionali, legate al territorio e alle piccole e medie imprese, per le quali i costi di compliance dovuti a regole sempre più complesse sono sempre più insostenibili. Su questo fronte bisogna, probabilmente, abbandonare il dogma di regole e vincoli uguali per tutte le banche, ma immaginare una graduazione dei vincoli regolamentari in funzione dell'interesse pubblico da tutelare, con l'obiettivo ultimo di avere e mantenere mercati creditizi competitivi e contendibili.

Infine, è vitale trovare un giusto equilibrio, anche per la regolamentazione, nell'affrontare i temi di lungo termine della sostenibilità dei nostri sistemi economici. La grave crisi economica innescata dalla pandemia deve valere come un monito: non possiamo prevedere tutti i fattori di rischio e magari sperare di azzerarli con la regolamentazione. Serve la consapevolezza diffusa che senza rischio non c'è sviluppo economico, ma anche che non dobbiamo mettere a rischio il benessere del nostro pianeta e delle persone che lo popolano. La regolamentazione deve quindi sostenere il sistema bancario e dargli il giusto stimolo per essere il motore di una ripresa economica all'insegna della sostenibilità.

## Bibliografia

- Abad, J e Rupullo, R. (2020), The relaxation of bank capital and liquidity requirements in the wake of the coronavirus crisis, European Parliament, Economic Governance Support Unit (EGOV) Directorate-General for Internal Policies, October.
- Abad, Jorge; Suárez, Javier (2017) : Assessing the cyclical implications of IFRS 9 - a recursive model, ESRB Occasional Paper Series, No. 12, ISBN 978-92-95210-62-2, European Systemic Risk Board (ESRB), European System of Financial Supervision, Frankfurt a. M.,
- Alcidi, C., and D. Gros (2019), “Public Debt and the Risk Premium: A Dangerous Doom Loop.” Centre for European Policy Studies, Brussels, disponibile <https://www.ceps.eu/ceps-publications/public-debt-and-the-risk-premium/>
- Aldasoro, Iñaki & Ingo Fender & Bryan Hardy & Nikola Tarashev, 2020. "Effects of Covid-19 on the banking sector: the market's assessment," BIS Bulletins 12, Bank for International Settlements.
- Alessandri, P. , P. Bologna, R. Fiori e E. Sette (2015), A note on the implementation of a countercyclical capital buffer in Italy, Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, 278, 2015.
- Anginer, Deniz and Bertay, Ata Can and Cull, Robert and Demirgüç-Kunt, Asli and Mare, Davide Salvatore, Bank Regulation and Supervision Ten Years after the Global Financial Crisis (October 15, 2019). World Bank Policy Research Working Paper No. 9044, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3485929>.
- Assonime (2020), “Risposta a consultazione sulla revisione della direttiva in materia di informazioni non finanziarie” in Consultazioni 06/2020 disponibile <http://www.assonime.it/layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=http://www.assonime.it/attivita-editoriale/interventi/Documents/Consultazioni%206-2020.pdf>.
- Banca d'Italia (2013), Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, recante “Disposizioni di vigilanza per le banche. Disponibile <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c285/Circ-285-al-6agg.pdf>.
- Banca d'Italia (2015), Applicazione della riserva di conservazione del capitale, disponibile: <https://www.bancaditalia.it/compiti/stabilita-finanziaria/politica-macroprudenziale/riserva-conservazione-capitale/index.html>.
- Banca d'Italia (2020), “Rapporto sulla stabilità finanziaria”, Numero 2, Novembre, disponibile <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2020-2/index.html>
- Banerjee, R, G Cornelli and E Zakrajšek (2020a): “The outlook for business bankruptcies”, BIS Bulletin, no 30, October, disponibile: <https://econpapers.repec.org/paper/bisbisblt/30.htm>
- Banerjee, R, E. Kharroubi and U. Lewrick (2020b), “Bankruptcies, unemployment and reallocation from Covid-19”, BIS Bulletin, no 31, October, , disponibile: <https://ideas.repec.org/p/bis/bisblt/31.html>.

- Basel Committee on Banking Supervision (2010), “Basilea 3 – Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari” Dicembre (aggiornamento al giugno 2011), disponibile: [https://www.bis.org/publ/bcbs189\\_it.pdf](https://www.bis.org/publ/bcbs189_it.pdf)
- Basel Committee on Banking Supervision (2017) “Governors and Heads of Supervision finalise Basel III reforms”, Press release, 7.12.2017, disponibile: <https://www.bis.org/press/p171207.htm>
- Basel Committee on Banking Supervision (2020). “Measures to reflect the impact of Covid-19”, disponibile: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d498.htm>
- BCE (2017), “Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)”, disponibile [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance\\_on\\_npl.it.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/guidance_on_npl.it.pdf)
- BCE (2018), “Addendum alle Linee guida della BCE per le banche sui crediti deteriorati (NPL): aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per le esposizioni deteriorate”, disponibile [https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl\\_addendum\\_201803.it.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.npl_addendum_201803.it.pdf)
- BCE (2019) “La BCE rivede le aspettative di vigilanza in merito agli accantonamenti prudenziali per i nuovi crediti deteriorati in seguito all’adozione di un regolamento dell’UE”, Comunicato stampa, 22 agosto 2019. Disponibile: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ssm.pr190822~f3dd1be8a4.it.html>
- BCE (2019) Comunicazione del 22 agosto 2019, disponibile [https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2019/ssm.supervisory\\_converage\\_expectations\\_for\\_NPEs\\_201908.it.pdf](https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/letterstobanks/shared/pdf/2019/ssm.supervisory_converage_expectations_for_NPEs_201908.it.pdf)
- Berg, F., J. Kölbel and R. Rigobon (2019), “Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings”, SSRN Electronic Journal, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3438533>.
- Borio, C. (2020), The prudential response to the Covid-19 crisis, Bank of International Settlements.
- Boffo, R., and R. Patalano (2020), “ESG Investing: Practices, Progress and Challenges”, OECD Paris, [www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf](http://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-and-Challenges.pdf).
- Brown, H.S.; de Jongand, M.; Levy, D.L. (2009), Building institutions based on information disclosure: Lessons from GRI's sustainability reporting. *J. Clean. Prod.*, 17, 571–580.
- Calderazzi, R. (2020), La funzione organizzativa del capitale nell’impresa bancaria, *DIRITTO DELL'ECONOMIA*, p. 1-176, Torino, Giappichelli, ISBN: 9788892121171.
- Caprilgione, F. (2018), “Finalità della supervisione ed articolazione dei controlli pubblici” in “Manuale di diritto bancario e finanziario” a cura di F. Capriglione Wolters Kluver – CEDAM
- Capriglione, F. (2020), “La finanza al tempo del coronavirus”, in *Rivista trimestrale di diritto dell’economia*, 1, 2020.
- Chauvey, J.; Giordano-Spring, S.; Choand, C.H.; Patten, D.M. (2015) The normativity and legitimacy of CSR disclosure: Evidence from France. *J. Bus. Ethics*, 130, 789–803

- Claringbould, Duco; Koch, Martin; Owen, Philip (2019): Sustainable Finance: The European Union's Approach to Increasing Sustainable Investments and Growth – Opportunities and Challenges, Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung, ISSN 1861-1559, Duncker & Humblot, Berlin, Vol. 88, Iss. 2, pp. 11-27.
- Climate Bond Initiative (2020) “GREEN BONDS GLOBAL STATE OF THE MARKET 2019”, disponibile: <https://www.climatebonds.net/resources/reports/green-bonds-global-state-market-2019>.
- Climate Bond Initiative (2020) “Green bonds market summary - Q3 2020” disponibile: <https://www.climatebonds.net/resources/reports/green-bonds-market-summary-q3-2020>.
- COM (2018) 97, COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE. “Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile” Bruxelles, 8 marzo 2018.
- COM (2019) 640, COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE “Il Green Deal europeo”, Bruxelles, 11.12.2019.
- COM (2020) 21, COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE “Piano di investimenti per un'Europa sostenibile Piano di investimenti del Green Deal europeo”, Bruxelles, 14.1.2020.
- Commissione europea (2017), Comunicazione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni sul completamento dell'Unione bancaria, 11 ottobre, disponibile <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2017/IT/COM-2017-592-F1-IT-MAIN-PART-1.PDF>.
- Commissione Europea (2019a), REGOLAMENTO DI ESECUZIONE (UE) 2019/482 del 22 marzo.
- Conclusioni adottate dal Consiglio europeo nella riunione nella Riunione straordinaria del Consiglio europeo (17, 18, 19, 20 e 21 luglio 2020) disponibili <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2020/07/21/european-council-conclusions-17-21-july-2020/>
- Costa, E.; Agostini, M. Mandatory (2016) disclosure about Environmental and Employee Matters in the Reports of Italian- listed corporate groups. Soc. Environ. Account. J., 36, 10–33.
- Crawford, E.P.; Williams, C.C. Should (2010) Corporate social reporting be voluntary or mandatory? Evidence from the banking sector in France and the United States. Corp. Gov., 10, 512–526.
- Daub, C.H. (2007) Assessing the quality of sustainability reporting: An alternative methodological approach. J. Clean. Prod., 15, 75–85.
- Daub, C.H.; Scherrer, Y.M. (2009) Doing the right thing right: The role of sociological research and consulting for corporate engagement in development cooperation. J. Bus. Ethics, 85, 573–584.
- Davi, L. (2019) “L'allarme delle banche europee: Basilea 3 un cappio per le Pmi”. Il Sove 24 Ore 19 aprile 2019 disponibile: <https://www.ilsole24ore.com/art/1-allarme-banche-europee-basilea-3-cappio-le-pmi-ABT5lkmB>.



- Demirguc-Kunt, A., Detragiache, E., Merrouche, O., 2013. Bank capital: lessons from the financial crisis. *J. Money, Credit Bank.* 45, 1147–1164. <https://doi.org/10.1111/jmcb.12047>.
- Delbard, O. (2008) CSR legislation in France and the European regulatory paradox: An analysis of EU CSR policy and sustainability reporting practice. *Corp. Gov.*, 8, 397–405
- DIRETTIVA (UE) 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE
- DIRETTIVA (UE) 2014/59/UE del parlamento europeo e del consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio.
- DIRETTIVA (UE) 2014/95/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 22 ottobre 2014 che riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni.
- DIRETTIVA (UE) 2014/95/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, del 22 ottobre 2014 recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni.
- DIRETTIVA (UE) 2019/878/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 20 maggio 2019 che modifica la direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda le entità esentate, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista, la remunerazione, le misure e i poteri di vigilanza e le misure di conservazione del capitale.
- Dissanayake, D.; Tilt, C.; Xydias-Lobo, M. (2016) Sustainability reporting by publicly listed companies in Sri Lanka. *J. Clean. Prod.*, 129, 169–182.
- EBA (2020) “Final draft technical standards on disclosure and reporting on MREL and TLAC”, 03 August 2020 Disponibile: <https://eba.europa.eu/eba-publishes-final-draft-technical-standards-disclosure-and-reporting-mrel-and-tlac>
- EBA (2020), “Eba Dashboard Interactive tool” aggiornamento del 2020Q2, disponibile: <https://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>
- ECB (2018), “ECB announces further steps in supervisory approach to stock of NPLs” Press Release 11 July 2018, disponibile <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ssm.pr180711.en.html>.
- ECB (2020), Financial Stability Review, November, disponibile <https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202011~b7be9ae1f1.en.html#toc5>
- ECB (2020a), “ECB Banking Supervision provides temporary capital and operational relief in reaction to coronavirus.” Press release, 12 March

<https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200312~43351ac3ac.en.html>.

ECB (2020b), “ECB Banking Supervision provides further flexibility to banks in reaction to coronavirus.” Press release, 20 March, disponibile: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200320~4cdbbcf466.en.html>.

ECB (2020c), “ECB asks banks not to pay dividends until at least October 2020.” Press release, 27 March disponibile: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200327~d4d8f81a53.en.html>

ECB (2020d), “Transcript of the media briefing on June 9, 2020 (with Q&A).” Press release, 9 June

ECB (2020e), “ECB extends recommendation not to pay dividends until January 2021 and clarifies timeline to restore buffers,” Press release, 28 July

ECB (2020f), Press Conference “INTRODUCTORY STATEMENT”, 12 marzo, disponibile: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2020/html/ecb.is200312~f857a21b6c.en.html>

ECB (2020g), Press release “ECB announces €750 billion Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)” 18 marzo, disponibile [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318\\_1~3949d6f266.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200318_1~3949d6f266.en.html).

Eccles, Robert G., Ioannis Ioannou, and George Serafeim (2014) “The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance.” *Management Science* 60 (11): 2835–57.

ESMA (2020) “Appropriate supervisory and enforcement practices in respect of the new disclosure requirements in Regulation (EU) 2016/1011 of the European Parliament and of the Council relating to sustainability-related disclosures for benchmarks. Opinion of 29 April 2020 Disponibile: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma41-137-300\\_esmar\\_article\\_9a3\\_opinion\\_-\\_bmr\\_nca.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma41-137-300_esmar_article_9a3_opinion_-_bmr_nca.pdf).

European Commission (2014), Press release, 2030 climate and energy goals for a competitive, secure and low-carbon EU economy Brussels, 22 January 2014 disponibile: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP\\_14\\_54](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_14_54).

European Commission (2020), Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council amending Regulations (EU) No 575/2013 and (EU) 2019/876 as regards adjustments in response to the COVID-19 pandemic, 28 April

European Commission (2020), Targeted consultation on the establishment of an EU Green Bond Standard Consultation period 12 June 2020 - 2 October 2020 disponibile: [https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2020-eu-green-bond-standard\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2020-eu-green-bond-standard_en).

- European Commission (2019), TEG REPORT PROPOSAL FOR AN EU GREEN BOND STANDARD June 2019. Disponibile: [https://ec.europa.eu/info/files/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en).
- Faiella, I. e F. Natoli (2020), “The Covid-19 Crisis and the Future of the Green Economy Transition”, [https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2020/2020.06.17-FaiellaNatoli\\_BdI\\_Covid\\_notes.pdf](https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2020/2020.06.17-FaiellaNatoli_BdI_Covid_notes.pdf).
- Fama E. F. and K. R. French (2007) Disagreement, tastes, and asset prices. *Journal of Financial Economics*, 83(3):667–689.
- Focarelli, Altea (2019), “Le nuove regole europee sulla gestione degli NPL: analisi e possibili effetti per l'Italia”. Tesi di Laurea in Economia dei mercati e degli intermediari finanziari, LUISS Guido Carli, relatore Claudio Boido, disponibile <https://tesi.luiss.it/23080/>.
- Fortanier, F.; Kolk, A.; Pinkse, J. (2011) Harmonization in CSR reporting. *Manag. Int. Rev.*, 51, 665–696.
- FSB (2015), “FSB issues final Total Loss-Absorbing Capacity standard for global systemically important banks” Presse release, 9 November 2015, disponibile: <https://www.fsb.org/2015/11/tlac-press-release/>.
- Global Sustainable Investment Alliance (2019) “Global Sustainable Investment Review for 2018.” Washington, DC.
- Godfrey, P.C.; Merrill, C.B.; Hansen, J.M. The relationship between corporate social responsibility and shareholder value: An empirical test of the risk management hypothesis. *Strateg. Manag. J.* 2009, 30, 425–445.
- J. Gorman (2020) “Se non abbiamo un pianeta, non potremo certo avere un buon sistema finanziario”, disponibile: <https://www.esgnelbusinessbancario.it/>.
- Hanson, S., A. Kashyap, and J. Stein (2011), “A macroprudential approach to financial regulation,” *Journal of Economic Perspectives*, 25, 3-28.
- Hess, D. (2007) Social reporting and new governance regulation: The prospects of achieving corporate accountability through transparency. *Bus. Ethics Q.* 2007, 17, 453–476.
- Hess, D.; Dunfee, T.W. The Kasky-Nike (2007) Threat to corporate social reporting: Implementing a standard of optimal truthful disclosure as a solution. *Bus. Ethics Q.* 17, 5–32.
- Hong, H. and M. Kacperczyk. (2009) The price of sin: The effects of social norms on markets *Journal of Financial Economics*, 1(93):15–36.
- Huizinga, Harry; Laeven, Luc (2019), “The procyclicality of banking: Evidence from the euro area”, ECB Working Paper, No. 2288, ISBN 978-92-899-3550-0, European Central Bank (ECB), Frankfurt a. M.,
- IASB (2014), “IASB publishes final version of IFRS 9” Press release 24 Jul 2014. Disponibile <https://www.iasplus.com/en/news/2014/07/ifrs-9>.

- IMF (2018), “A Decade after the Global Financial Crisis: Are We Safer?” in Global Financial Stability Report October 3, disponibile <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2018/09/25/Global-Financial-Stability-Report-October-2018>.
- IMF (2019), “Sustainable Finance: Looking Farther”, in GLOBAL FINANCIAL STABILITY REPORT, October, chp.6, pp81-92.
- IMF (2020a), “World Economic Outlook, October: A Long and Difficult Ascent”, October, disponibile <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/09/30/world-economic-outlook-october-2020>
- IMF (2020b), “Global Financial Stability Report: Bridge to Recovery”, October, disponibile <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2020/10/13/global-financial-stability-report-october-2020>
- IMF (2020c), “Fiscal Monitor Policies for the Recovery”, October, disponibile <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>
- Kashyap, A. and J. Stein (2004), “Cyclical implications of the Basel II capital standards,” Federal Reserve Bank of Chicago Economic Perspectives, 28, 18-31.
- Khan, Mozaffar, George Serafeim, and Aaron Yoon. 2016. “Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality.” Accounting Review 91 (6): 1697–724.
- Kolk, A. (2004) “A decade of sustainability reporting: Developments and significance” Int. J. Environ. Sustain. Dev. 2004, 3, 51–64.
- Lautenschläger, Sabin (2018), “Ten years after the crisis – risks, rules and supervision”, disponibile <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp181030.en.html>.
- Lewrick, Ulf, Christian Schmieder, Jhuvesh Sobrun and Előd Takáts (2020), Releasing bank buffers to cushion the crisis – a quantitative assessment, BIS Bulletin n.11 , Bank for International Settlements, Maggio.
- Lian, W., A. Presbitero, and U. Wiriadinata. (2020), “Public Debt and r-g at Risk.” IMF Working Paper 20/137, International Monetary Fund, Washington, DC, disponibile <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2020/07/24/Public-Debt-and-r-g-at-Risk-49586>
- Linciano N., V. Caivano, F. Fancello, M. Gentile (2020), “La crisi Covid-19. Impatti e rischi per il sistema finanziario italiano in una prospettiva comparata” CONSOB Occasional Paper, luglio, disponibile, <http://www.consob.it/web/area-pubblica/rep-Covid-19>
- Lock, I.; Seele, P. (2016) The credibility of CSR (corporate social responsibility) reports in Europe. Evidence from a quantitative content analysis in 11 countries. J. Clean. Prod., 122, 186–200.
- Luque-Vilchez, M.; Larrinaga, C. Reporting Models do not Translate Well: Failing to Regulate CSR Reporting.
- Lusignani G. (2017) “Audizione nel corso dell’indagine conoscitiva del Parlamento italiano presso la Commissione Finanze e tesoro del Senato” del 12 luglio 2017 disponibile:

["https://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/17/DOSSIER/0/1036043/index.html?part=dossier\\_dossier1-sezione\\_sezione11-h2\\_h21"](https://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/17/DOSSIER/0/1036043/index.html?part=dossier_dossier1-sezione_sezione11-h2_h21).

Maas, K.; Liket, K. (2011) Talk the walk: Measuring the impact of strategic philanthropy. *J. Bus. Ethics*, 100, 445–464.

Maas, K.; Schalteggerand, S.; Crutzen, N. (2016) Integrating corporate sustainability assessment, management accounting, control, and reporting. *J. Clean. Prod.*, 136, 237–248.

Manaresi F. and Pierri N. (2018), “Credit Supply and Productivity Growth”, BIS WP 711, Basel.

Masera, R. (2020) “La (non) proporzionalità della sorveglianza bancaria nell’UE: problemi e prospettive”, in *Rivista trimestrale di diritto dell’economia*, 1 / 2020.

Mion, Giorgio; Loza Adauì, Cristian R. (2019). "Mandatory Nonfinancial Disclosure and Its Consequences on the Sustainability Reporting Quality of Italian and German Companies" *Sustainability* 11, no. 17: 4612.

Morningstar (2020) “Global Sustainable Fund Flows Report” 2020Q3 disponibile: <https://www.morningstar.com/lp/global-esg-flows>

Neville, B.A.; Bell, S.J.; Mengüç, B. (2005) Corporate reputation, stakeholders and the social performance financial performance relationship. *Eur. J. Mark.*, 39, 1184–1198.

Nofsinger, John, and Abhishek Varma. 2014. “Socially Responsible Funds and Market Crises.” *Journal of Banking & Finance* 48 (November): 180–93.

Okoye, A. (2009) Theorising corporate social responsibility as an essentially contested concept: Is a definition necessary? *J. Bus. Ethics*, 89, 613–627.

Papaioannou, Michael G., and Bayasgalan Rentsendorj (2015) “Sovereign Wealth Fund Asset Allocations: Some Stylized Facts on the Norway Pension Fund Global.” *Procedia Economics and Finance* 29: 195–99. Principles for Responsible Investment. 2017. “The SDG Investment Case.” London

Pastor, L., R. F. Stambaugh, and L. A. Taylor (2020). Sustainable Investing in Equilibrium. SSRN Scholarly Paper ID 3559432, Social Science Research Network, Rochester, NY.

Pellegrini, M. (2015) “La funzione delle bcc in un mercato in trasformazione. Ipotesi di riforma e specificità operativa” in *Rivista trimestrale di diritto dell’economia*, 4 / 2015 – SUPPLEMENTO.

PWC (2019), “Calendar provisioning: quali sfide da affrontare? I principali impatti economici, di business e organizzativi.”, PWC’s Top Trends Financial Services, disponibile, [https://www.pwc.com/it/it/industries/banking-capital-markets/fs-top-trends/docs/toptrends\\_calendar-provisioning.pdf](https://www.pwc.com/it/it/industries/banking-capital-markets/fs-top-trends/docs/toptrends_calendar-provisioning.pdf)

REGOLAMENTO (UE) N. 2013/575 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 26 giugno 2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012

REGOLAMENTO (UE) 2014/806, DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, del 15 luglio 2014, che fissa norme e una procedura uniformi per la risoluzione degli enti creditizi e di talune imprese di investimento nel quadro del meccanismo di risoluzione unico e del Fondo di risoluzione unico e che modifica il regolamento (UE) n.1093/2010.

REGOLAMENTO (UE) 2018/498 DELLA COMMISSIONE del 22 marzo 2018 che modifica il regolamento (CE) n. 1126/2008 della Commissione che adotta taluni principi contabili internazionali conformemente al regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda l'International Financial Reporting Standard 9.

REGOLAMENTO (UE) 2019/630 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 17 aprile 2019 che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda la copertura minima delle perdite sulle esposizioni deteriorate.

REGOLAMENTO (UE) 2019/2088 del parlamento europeo e del consiglio, del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

REGOLAMENTO (UE) 2019/2089 del parlamento europeo e del consiglio, del 27 novembre 2019 che modifica il regolamento (UE) 2016/1011 per quanto riguarda gli indici di riferimento UE di transizione climatica, gli indici di riferimento UE allineati con l'accordo di Parigi e le comunicazioni relative alla sostenibilità per gli indici di riferimento.

REGOLAMENTO (UE) 2020/852 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088.

REGOLAMENTO (UE) 2020/873 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 24 giugno 2020 che modifica i Regolamenti (UE) n. 575/2013 (CRR) e (UE) 2019/876 (CRR II) per quanto riguarda alcuni adeguamenti in risposta alla pandemia di COVID-19, con l'obiettivo di massimizzare la capacità delle banche di erogare prestiti e assorbire perdite dovute al coronavirus.

REGOLAMENTO (UE) 2019/876 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, che modifica il regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto riguarda il coefficiente di leva finanziaria, il coefficiente netto di finanziamento stabile, i requisiti di fondi propri e passività ammissibili, il rischio di controparte, il rischio di mercato, le esposizioni verso controparti centrali, le esposizioni verso organismi di investimento collettivo, le grandi esposizioni, gli obblighi di segnalazione e informativa e il regolamento (UE) n. 648/2012.

Renneboog, Luc, Jenke Ter Horst, and Chendi Zhang (2008). "The Price of Ethics and Stakeholder Governance: The Performance of Socially Responsible Mutual Funds." *Journal of Corporate Finance* 14 (3): 302–22.

Shin, Hyun Song (2009), "Reflections on Northern Rock: The Bank Run That Heralded the Global Financial Crisis." *Journal of Economic Perspectives*, 23 (1): 101-19.

Silano S. (2020) "Fondi sostenibili terzo trimestre positivo" 12 novembre 2020, disponibile: <https://www.morningstar.it/it/news/207178/fondi-sostenibili-terzo-trimestre-positivo.aspx>.

- Sironi, Andrea (2018) “The Evolution of Banking Regulation Since the Financial Crisis: A Critical Assessment” (November). BAFFI CAREFIN Centre Research Paper No. 2018-103, disponibile: <https://ssrn.com/abstract=3304672> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3304672>
- Stuart E. (2020) “Quando il fondo tradizionale diventa sostenibile. Cosa c'è dietro?” 23/04/2020 | disponibile: <https://www.morningstar.it/it/news/201740/quando-il-fondo-tradizionale-diventa-sostenibile-cosa-c%3%A8-dietro.aspx>.
- Szego, Bruna (2016), “MREL e TLAC, i profili normativi”, mimeo, disponibile [https://www.bancaditalia.it/media/agenda/2016-10-19\\_seminario-per-giornalisti/](https://www.bancaditalia.it/media/agenda/2016-10-19_seminario-per-giornalisti/).
- TEG (2019), Report proposal for an EU Green Bond Standard, June 2019. Disponibile: [https://ec.europa.eu/info/files/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard\\_en](https://ec.europa.eu/info/files/190618-sustainable-finance-teg-report-green-bond-standard_en)
- TEG (2020) “Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance” marzo 2020. Disponibile: [https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/sustainable-finance-technical-expert-group_en)
- Tschopp, D.; Nastanski, M. (2014) The harmonization and convergence of corporate social responsibility reporting standards. *J. Bus. Ethics*, 125, 147–162.
- UN World Commission on Environment and Development, ed., Report of the World Commission on Environment and Development: Our Common Future (1987) disponibile su: <http://www.environmentandsociety.org/mml/un-world-commission-environment-and-development-ed-report-world-commission-environment-and>.
- Venturelli, Andrea, Caputo, Fabio, Cosma, Simona, Leopizzi, Rossella and Pizzi, Simone, (2017), Directive 2014/95/EU: Are Italian Companies Already Compliant?, *Sustainability*, 9, issue 8, p. 1-1, <https://EconPapers.repec.org/RePEc:gam:jsusta:v:9:y:2017:i:8:p:1385-d:107147>.
- von der Leyen, U. (2020) “Discorso sullo stato dell'Unione” pronunciato dalla Presidente nella sessione plenaria del Parlamento europeo. 16 settembre 2020 Bruxelles disponibile [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/SPEECH\\_20\\_1655](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/SPEECH_20_1655).
- Wang, K.T.; Li, D. (2015) Market reactions to the first-time disclosure of corporate social responsibility reports: Evidence from China. *J. Bus. Ethics*, 138, 1–22.

# Riassunto

La crisi economica globale innescata dalla pandemia ha una dimensione senza precedenti. Il Fondo Monetario Internazionale ha stimato per il 2020 una caduta del -4,4% del PIL mondiale, più dell'85% dei paesi dovrebbero registrare una recessione.

La risposta rapida, aggressiva e ampia della politica economica e di quella monetaria a livello mondiale ha però contenuto i danni immediati. La quota di imprese che hanno dovuto aumentare il debito perché non avevano ricavi per coprire le spese è aumentata bruscamente in tutti i Paesi. In Europa i prestiti oggetto di garanzia pubblica rappresentavano, alla fine di agosto 2020, il 7% del totale dei prestiti alle imprese non finanziarie, quelli in moratoria addirittura il 15%. Con ogni probabilità, senza il sostegno pubblico, le imprese non finanziarie sarebbero state interessate da un fortissimo aumento dei fallimenti. Si è quindi evitato, almeno per il momento, quanto avvenuto nella crisi del 2008 quando, invece, si era osservata una significativa e diffusa contrazione dei finanziamenti alle imprese e un severo credit crunch. Tuttavia i fallimenti e la disoccupazione potrebbero salire rapidamente quando le autorità inizieranno a ritirare il sostegno economico.

L'obiettivo della tesi è investigare nel dettaglio su come le riforme regolamentari in materia bancaria, seguite alla grande crisi finanziaria, e il cambio di paradigma che la finanza sostenibile sta imponendo alle banche abbiano influito sulla capacità di resilienza delle banche rispetto allo shock economico determinato dalla pandemia.

Nello specifico la domanda di ricerca che guida il dipanarsi del lavoro è verificare se, ed eventualmente come, le riforme della regolamentazione prudenziale e quelle che accompagnano il piano della Commissione Europea sulla finanza sostenibile possano aver determinato, come effetto collaterale e indesiderato, effetti asimmetrici tra le banche, con una particolare attenzione alla dimensione delle banche. In particolare si vuole verificare se un effetto – certamente non desiderato – della regolamentazione, sia stato quello di creare un campo da gioco “non livellato” tra grandi e piccole banche, con particolare riguardo alle regole di capitale e a quelle legate alla finanza sostenibile.

**Il primo capitolo** presenta e analizza nel dettaglio il lungo e accidentato percorso di riforma regolamentare seguito alla grande crisi finanziaria. Nel dettaglio, dopo un paragrafo introduttivo, i paragrafi 2 e 3 illustrano le profonde modifiche normative intervenute nel corso di oltre un decennio che in Europa hanno portato dapprima alla implementazione di Basilea 3, con l'approvazione della CRD IV e del relativo regolamento di attuazione (Capital Requirements Regulation, CRR), e, più di recente, alla loro modifica recata dall'approvazione del c.d “Pacchetto Bancario”, ossia dalla Direttiva CRD V e dal Regolamento CRR2.



In estrema sintesi, le nuove norme:

- impongono una definizione più restrittiva di capitale comune (Common equity di Tier 1, c.d. CET1), ma continuano a permettere l'emissione degli strumenti ibridi di capitale, come i prestiti subordinati;
- fissano un più elevato requisito minimo di capitale (il valore minimo del c.d. CET1 Ratio - ossia il rapporto tra CET1 e Risk Weighted Asset – sale dal 3,5% al 4,5%);
- introducono un approccio di vigilanza macroprudenziale e dispongono la costituzione di due nuove riserve: la riserva di conservazione del capitale (CCoB), che aumenta il requisito minimo del 2,5% dell'attivo ponderato per il rischio, e la riserva di capitale anticiclica (CCyB), che lo aumenta di una misura variabile tra lo 0 e il 2,5%;
- mettono a punto un coefficiente di leva finanziaria non basato sul rischio, che si va ad aggiungere al tradizionale requisito di capitale basato sui RWA;
- stabiliscono nuove regole per il controllo e la gestione del rischio di liquidità, istituendo il coefficiente di copertura della liquidità (LCR) e il coefficiente netto di finanziamento stabile (NSFR): infatti, una delle principali critiche a Basilea 2 è stata quella di aver trascurato il tema del rischio di liquidità per le banche;
- impongono l'obbligo di detenere livelli minimi di passività sottoponibili a bail-in - inizialmente solo alle banche sistemiche - con il requisito di primo pilastro (TLAC), ma poi l'obbligo è esteso come requisito di secondo pilastro a tutte le banche nella forma del MREL.

L'adeguamento alle nuove regole ha comportato per le banche un notevole aumento del capitale da detenere. Vi sono pochi dubbi che il rafforzamento patrimoniale fosse necessario, tuttavia vanno valutate con attenzione anche le potenziali conseguenze negative: l'aumento del capitale e del suo costo rendono sempre più oneroso per le banche erogare prestiti alle PMI, giudicati troppo rischiosi e non abbastanza liquidi rispetto ad altre forme di impiego.

Va inoltre evidenziato il tema della composizione degli strumenti di capitale utilizzabili per assolvere ai requisiti regolamentari: le grandi banche sono in grado di emettere una più ampia varietà di strumenti di capitale, anche ammissibile come TIER1, come ad esempio i prestiti subordinati. Al contrario le banche piccole, oltre ad avere maggiori difficoltà nell'accesso ai mercati finanziari, sperimentano una specifica limitazione all'emissione delle azioni e, a maggior ragione, degli strumenti ibridi di capitalizzazione.

È ragionevole assumere, quindi, che le nuove regole – segnatamente quelle previste dalla CRD IV – abbiano rafforzato in maniera differenziata le piccole e le grandi banche. In particolare si può ipotizzare che le piccole banche possano aver subito un aumento del costo del capitale ben superiore a quello delle grandi: le conseguenze sarebbero un marcato indebolimento nella competizione con le grandi banche ma, auspicabilmente, una maggiore resilienza agli shock.

Si può perciò affermare senza timori che la regolamentazione condiziona la concorrenza fra banche grandi e piccole, soprattutto se le regole sono applicate in maniera uniforme, senza tener conto dei differenti modelli operativi. Pertanto, quando l'interesse pubblico prevalente è rafforzare la resilienza delle banche, incidendo sul livello di capitale richiesto e quindi sul costo del capitale, andrebbero trovate le modalità atte a consentire un approccio più bilanciato e proporzionato, per evitare che i piccoli intermediari siano costretti a non erogare più credito ai loro clienti, dato un aumento eccessivo e sproporzionato del costo del capitale.

Assieme con le misure finalizzate alla gestione della crisi, che sono fuori dal perimetro di analisi di questo lavoro, gli strumenti definitivamente introdotti dalla CRD V (leva finanziaria, indicatori di liquidità e MREL/TLAC) hanno l'obiettivo di limitare la capacità delle banche – soprattutto quelle di grande dimensione – di assumere rischi eccessivi nei mercati finanziari. Il fine ultimo di queste normative è, quindi, contrastare più efficacemente i comportamenti improntati all'azzardo morale da parte delle banche emersi con la grande crisi finanziaria. Molti Stati infatti sono dovuti intervenire ripianando perdite e/o offrendo garanzie, sostanzialmente illimitate, per evitare il fallimento delle banche che, magari, negli anni precedenti, avevano generato e distribuito cospicui profitti. Vi sono pochi dubbi che queste misure siano motivate da buone ragioni, ma almeno tre considerazioni fanno emergere elementi di criticità.

La prima considerazione riguarda specificatamente le misure TLAC e MREL. L'obbligo per tutte le banche di collocare sul mercato, cioè non ai propri clienti al dettaglio, strumenti in grado di assorbire le perdite in caso di crisi, pone in condizione di grande svantaggio le piccole banche e aumenta i loro costi in misura più che proporzionale, vista la loro minore capacità di accedere al mercato dei capitali. Si ottiene un risultato paradossale: per ridurre la capacità delle grandi banche di assumere i rischi sui mercati, si impongono costi maggiori anche alle piccole banche.

La seconda considerazione è di carattere più generale ed è connessa con l'aumento della complessità delle regole, che certamente è derivato dall'introduzione dei nuovi strumenti regolamentari che si aggiungono e non vanno in sostituzione di quelli preesistenti. I costi operativi, di consulenza e per il personale, necessari per assolvere alle nuove regole, sono costi che dipendono solo in minima parte dalla dimensione della banca: è infatti noto che i costi imposti dalla regolamentazione, misurati in proporzione del totale attivo, sono molto più alti per le piccole banche. Questa considerazione non è specifica alla nuova regolamentazione ma certamente le nuove previsioni aggravano significativamente i costi e, di nuovo, ciò appare in contrasto con gli obiettivi dichiarati.

Anche la terza considerazione non è strettamente specifica alla CRD V, ma è certamente appropriata, considerati gli obiettivi di questa normativa. Vi è evidenza che l'innovazione finanziaria è in grado di ridurre il rapporto fra RWA e Total Assets (il c.d. Density Ratio), senza diminuire effettivamente il rischio

complessivo. In altri termini, è estremamente difficile per la regolamentazione imporre limitazioni che non siano aggirabili dall'incessante sviluppo dell'innovazione finanziaria, se non al costo di impedire o limitare drasticamente l'utilizzo degli strumenti derivati. Non si deve concludere che le nuove regole siano inutili, e quindi dati i costi ad esse associati, dannose. Piuttosto, anche questa considerazione, come le due precedenti, deve porre l'accento su un'applicazione proporzionale e differenziata delle regole in funzione della diversa operatività delle banche.

In conclusione, se è certamente difficile valutare la capacità di queste nuove norme di ridurre l'azzardo morale e l'esposizione delle banche ai rischi dei mercati finanziari e ai derivati, è più semplice argomentare che la loro efficacia sia relativamente maggiore per le piccole banche, ma anche che il costo sia, in termini relativi, enormemente superiore per queste banche rispetto a quello sopportato delle grandi banche.

Successivamente, in particolare nel quarto paragrafo, sono esaminate le modifiche intervenute nelle regole contabili e, in particolare, del principio IFSR 9 che introduce un approccio prospettico alla valutazione delle perdite su crediti. L'analisi del trattamento via via più rigoroso per i prestiti deteriorati include, poi, le iniziative della BCE, che attraverso le apposite Linee Guida e il c.d. Addendum, hanno dettato le regole di secondo pilastro sul livello minimo di accantonamenti atteso per le esposizioni deteriorate, e il Regolamento 630/2019, che modifica le regole di primo pilastro imponendo – ai fini di vigilanza prudenziale – una svalutazione rapida e severa per i crediti deteriorati originati da prestiti erogati a partire dal 26 aprile 2019.

L'approccio prudenziale e uniforme alla gestione dei crediti deteriorati, che ha guidato la recente revisione regolamentare in Europa, era certamente necessario, soprattutto se lo si inquadra nell'ambito della costruzione della Banking Union, avviata dopo la crisi dei debiti sovrani e caratterizzata da una progressiva, certamente troppo lenta, condivisione dei rischi tra i diversi Stati membri.

Al tempo stesso vanno valutati con estrema attenzione gli effetti – potenzialmente asimmetrici tra paesi e mercati creditizi – di regole prudenziali, sulla gestione degli NPL, applicate uniformemente in realtà molto diverse in termini di efficacia delle procedure concorsuali ed esecutive, e caratterizzate da tempi di recupero dei crediti deteriorati estremamente differenziati. In particolare l'imposizione di norme meccaniche e rigide ha un effetto diretto e immediato sul mercato delle cessioni dei crediti deteriorati, offrendo ai compratori di NPL un chiaro vantaggio negoziale, che abbatta il prezzo di acquisto e aumenta le perdite delle banche.

Ciò vale a maggior ragione se si tiene conto del devastante impatto economico derivante dalla diffusione della pandemia. Il tema è molto rilevante per l'Italia e, in generale, per le banche con un modello di business tradizionale. Non c'è dubbio che, per evitare questo nuovo svantaggio competitivo, l'Italia debba attrezzarsi innanzitutto sul terreno dei miglioramenti del quadro legislativo (procedure fallimentari/esecutive)

e di specializzazione ed efficienza della giustizia civile. È altrettanto chiaro che questa leva è al di fuori delle decisioni delle banche che, da parte loro, saranno incentivate a politiche di concessione del credito molto più rigorose e con un maggior ricorso alle garanzie. Ciò vale in primo luogo per le piccole banche del territorio che, senza questi significativi miglioramenti, saranno ancor più di prima costrette a imporre alle PMI condizioni creditizie più onerose.

Nel quinto paragrafo sono, invece, descritte e analizzate le decisioni delle Autorità bancarie europee in risposta alla crisi sanitaria provocata dalla diffusione del virus Covid-19. Durante la turbolenza finanziaria di marzo, la BCE ha rilasciato i buffer di capitale macroprudenziale e allentato i vincoli delle banche sull'uso di liquidità e riserve di capitale; successivamente, è stato approvato il c.d. “quick fix bancario” che, con misure di carattere temporaneo, aveva l’obiettivo di attenuare l’impatto immediato degli eventi connessi al coronavirus sul capitale delle banche. Queste misure di sollievo per le banche sono state accompagnate dal divieto di distribuzione dei dividendi.

Un’analisi quantitativa originale effettuata utilizzando i dati EBA sui bilanci delle banche europee apre il sesto paragrafo. Questa analisi mostra che in Europa il livello medio di capitalizzazione è aumentato progressivamente fino al 2018, quando il CET1 ratio ha raggiunto valori prossimi al 15%. Le banche italiane, caratterizzate alla seconda metà del passato decennio da livelli molto più bassi, dovuti alla difficoltà di ammortizzare le perdite sui crediti, hanno innalzato il loro livello di capitalizzazione anche nell’ultimo biennio, raggiungendo nel 2020 un valore prossimo a quello della media europea. Le banche italiane mostrano, invece, indicatori generalmente migliori della media europea per i due nuovi strumenti introdotti durante la riforma regolamentare. La migliore performance in termini di Leverage Ratio dipende dal fatto che l’attivo delle banche italiane è molto orientato verso i prestiti alla clientela piuttosto che a complesse operazioni finanziarie, magari utilizzando derivati, operazioni che spesso determinano – a parità di valore nominale dell’attivo – una riduzione dei RWA. Anche il Liquidity Coverage ratio assume in Italia valori superiori a quelli europei, in quanto i titoli di stato rappresentano per le banche italiane una frazione più ampia – ma anche piuttosto variabile – del totale degli attivi bancari. La più elevata esposizione ai titoli di stato italiani può però rappresentare una debolezza nei momenti di turbolenza finanziaria.

Viene inoltre stimato l’effetto dell’allentamento regolamentare, osservato nell’immediatezza dell’introduzione delle regole, utilizzando i dati relativi al secondo trimestre del 2020. In particolare, la stima dell’impatto del “quick fix”, che abbiamo effettuato in questo lavoro, è pari a circa 30 miliardi, valore importante ma significativamente inferiore alla previsione di 120 miliardi fornita dalla stessa BCE nel marzo 2020.

Senza sottovalutare gli effetti dell'allentamento regolamentare, che era sicuramente necessitato e che è stato eseguito tempestivamente e con modalità appropriate, l'esperienza del 2020 dimostra quanto sia ancora necessario riflettere su strumenti anticiclici e "automatici" della regolamentazione. Ad esempio, pur avendone la possibilità, nessuna banca ha scelto di scendere sotto il livello obbligatorio del Capital Conservation Buffer, nonostante la distribuzione dei dividendi (ossia la penalizzazione associata con l'utilizzo di tale buffer) fosse stata comunque imposta dalla BCE a tutte le banche. Il motivo è probabilmente da ricercare nel fatto che, nei periodi di turbolenza finanziaria, le banche sono estremamente preoccupate dall'effetto stigma associato all'utilizzo di strumenti anticiclici e preferiscono mantenere elevato il livello di CET1 ratio, anche a costo di tagliare l'offerta di credito. Hanno invece funzionato le misure temporanee relative alla transizione dell'IFRS9 e all'ampliamento dello scopo del c.d. "SME supporting factor", ossia misure automatiche, che mantenevano elevato il CET1 ratio. Per il futuro è certamente necessaria una riflessione su come integrare nel framework macroprudenziale delle banche strumenti "automatici" con obiettivi anticiclici.

Per riassumere le conclusioni del Capitolo 1 possiamo argomentare che vi sono pochi dubbi sul fatto che il rafforzamento patrimoniale del sistema bancario internazionale fosse necessario e che andasse limitata la capacità delle banche – soprattutto quelle di grande dimensione – di assumere rischi eccessivi nei mercati finanziari. Le analisi condotte e i dati presentati mostrano che questo processo è certamente andato avanti ed è ampiamente condivisa e condivisibile la valutazione che le banche erano, alla fine del 2019, più solide e meglio capitalizzate di quanto lo fossero al momento del fallimento di Lehman Brothers.

Ricollegandoci alla nostra domanda di ricerca, che chiede di valutare i potenziali effetti asimmetrici delle riforme regolamentari, dobbiamo rilevare che le nostre analisi hanno evidenziato come l'aggiustamento sia stato molto più accentuato e costoso per le piccole banche, quelle con modelli di business più tradizionale, rispetto alle grandi banche. Ciò in ragione dei motivi, analizzati nel dettaglio nei diversi paragrafi, che qui sintetizziamo:

- 1) L'aumento della complessità delle regole, che certamente è derivato dall'introduzione dei nuovi strumenti regolamentari che si sono aggiunti e non hanno sostituito quelli preesistenti, ha determinato costi di compliance relativamente molto più elevati per le imprese piccole.
- 2) Le difficoltà di accesso al mercato dei capitali rendono molto più difficile per le piccole imprese:
  - a. l'emissione degli strumenti di capitale ibridi, relativamente meno costosi rispetto al CET1, per assolvere agli impegni regolamentari;
  - b. soddisfare i vincoli imposti dal MREL che richiedono alle banche di collocare sul mercato, cioè non ai propri clienti al dettaglio, strumenti in grado di assorbire le perdite in caso di crisi;

c. soprattutto utilizzare complessi strumenti derivati e di cartolarizzazione per ridurre il peso dei RWA rispetto al totale dell'attivo.

3) L'approccio prudenziale e uniforme alla gestione dei crediti deteriorati che in Europa ha caratterizzato la costruzione della Banking Union e l'innalzamento dei requisiti patrimoniali, hanno determinato un costo addizionale legato alla gestione del credito e, in particolare, dei prestiti alle PMI, che sono la specializzazione delle banche regionali e locali.

Tutti i fattori richiamati limitano il ruolo delle banche di prossimità nel sostegno essenzialmente creditizio delle economie locali, sostegno che, se bene esercitato, presenta significativi benefici in termini di produttività ed efficienza del sistema economico.

D'altro canto, però, il rafforzamento patrimoniale delle piccole banche le rende più solide rispetto al passato e le costringe a una governance più attenta alle esigenze di sana e prudente gestione. È perciò ragionevole assumere che l'inasprimento delle regole prudenziali abbia reso queste banche meno sensibili alle oscillazioni finanziarie e a shock esogeni, sia in termini assoluti sia in rapporto alle grandi banche.

**Il secondo capitolo** è invece motivato dalla stretta correlazione tra ripresa economica e contrasto ai cambiamenti climatici e analizza il ruolo chiave che la strategia europea di finanza sostenibile svolge per la mobilitazione di investimenti sostenibili. Le banche e gli investitori istituzionali hanno un ruolo fondamentale, sia come finanziatori degli investimenti, sia per la capacità di coinvolgere i risparmiatori. Per le banche, poi, il successo del piano di ripresa economica limiterebbe i rischi di una fortissima crescita dei fallimenti societari e dei prestiti deteriorati.

Nel luglio 2020 è stato definitivamente approvato il Piano Next Generation EU – in Italia, più noto come Recovery Fund – che ha l'obiettivo di mobilitare 750 miliardi e potenziare il budget per attuare le politiche ritenute necessarie per contenere gli impatti economico-sociali della crisi sanitaria Covid-19 e per avviare la ripresa. Per rendere vincolanti gli obiettivi del Green Deal, l'ambizioso piano di modificare l'economia europea nei prossimi decenni (entro il 2050) in chiave di sostenibilità, è stata imposta la condizione che almeno il 30% di Next Generation EU e del budget 2021-2027 sia speso per conseguire gli obiettivi climatici assunti con l'Accordo di Parigi. Il successo di questa iniziativa ha non solo un ruolo cruciale per garantire una ripresa economica più equilibrata tra i paesi dell'UE e il raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità, ma anche per evitare un avvitamento tra crisi economica e crisi finanziaria.

In particolare il secondo paragrafo analizza nel dettaglio il Piano di Azione della Commissione Europea sulla “Finanza sostenibile”, mentre il terzo esamina le previsioni contenute nei tre regolamenti previsti dal Piano, già approvati e direttamente applicabili negli Stati dell’Unione. Si tratta, nello specifico, del regolamento “disclosure” che disciplina le informazioni che le società di gestione del risparmio debbono fornire agli investitori su come le informazioni ESG sono incorporate nei loro prodotti e nelle loro decisioni di investimento; del regolamento “benchmark” che, per limitare il rischio di greenwashing, introduce due nuove classi di “benchmark climatici”; del regolamento “tassonomia” che consentirà di distinguere gli investimenti a basso impatto ambientale da quelli che invece rappresentano una potenziale minaccia per il clima, con l’obiettivo di favorire la riallocazione degli investimenti degli investitori verso tecnologie e imprese più sostenibili. Inoltre, nel quarto paragrafo, viene sviluppata una riflessione, anche attraverso una review della letteratura, sui criteri e gli obiettivi della revisione della direttiva sulla disclosure non finanziaria (NFRD).

L’Unione Europea è quindi andata avanti molto rapidamente nell’emanazione di regolamenti nell’ambito dell’Action plan; non sempre però le nuove regole sono di immediata applicazione e, probabilmente, servirebbe un congruo lasso di tempo per arrivare a un quadro regolamentare assestato e adeguato alla sfida intrapresa. La brevità dei tempi concessi per l’implementazione rende ancora più complesso il processo di adeguamento soprattutto per i piccoli operatori, che probabilmente sono anche quelli che invece ne avrebbero più bisogno, dato il minor coinvolgimento nella materia che finora hanno dimostrato.

Il quinto e ultimo paragrafo del secondo capitolo documenta dapprima la forte crescita quantitativa della finanza sostenibile nel mondo, che nei suoi due principali comparti, ossia i Fondi di investimento ESG e i green bond, vede una significativa leadership dell’Europa. L’ammontare complessivo degli asset investiti dai fondi ESG alla fine del terzo trimestre del 2020 raggiungeva i \$1.260 miliardi, con la predominanza di fondi europei che hanno asset per circa \$1.000 miliardi, oltre l’80% del totale. La forte crescita del patrimonio gestito, soprattutto in Europa, è recente ed è stata favorita dalla domanda dei clienti e da pressioni legislative, quali ad esempio, l’obbligo imposto dalla nuova Mifid II di offrire comparti ESG ai clienti che lo richiedono. Anche per i Green Bonds c’è stata una forte espansione della raccolta nel biennio 2019-20: il volume cumulato di emissioni ha superato i 1.000 miliardi alla fine del 2020. L’Europa è anche in questo mercato leader e questo vantaggio dovrebbe aumentare nel prossimo biennio, dato l’annuncio della volontà di raccogliere il 30% dei 750 miliardi di euro di Next Generation EU attraverso obbligazioni verdi.

Vengono, poi, analizzate le metodologie di attribuzione dei rating ESG, evidenziando che questi rating hanno grandi potenzialità in termini di capacità di influenza sui risparmiatori, ma anche che – con riferimento alla stessa società – esiste un’ampia variabilità delle valutazioni. Soprattutto, un recente lavoro di ricercatori dell’OCSE evidenzia un bias a favore delle grandi imprese dei rating ESG. Questo bias è dimostrato da un’elevata correlazione tra rating ESG e la dimensione della capitalizzazione di borsa degli emittenti. A favore

dei grandi emittenti vi è la maggiore capacità di assorbire gli costi elevati fissi associati con il reporting ESG, una maggiore consuetudine a trattare con gli analisti finanziari, una maggiore sensibilità ai temi innovativi e alle prospettive di nuovo business.

Anche nel settore bancario sono state finora le banche più grandi a svolgere un ruolo proattivo per lo sviluppo dell'economia in un'ottica sostenibile: infatti questi player hanno una maggiore sensibilità al tema di rafforzare la reputazione e la credibilità sui mercati finanziari e dispongono di maggiori risorse sia di capitale, sia di personale da dedicare alle nuove e importanti tematiche ambientali.

A differenza di quanto argomentato nel Capitolo 1 sui requisiti prudenziali, non sembrano però esserci motivi per ritenere che il vantaggio acquisito dalle grandi banche possa determinare una maggiore esposizione a shock esogeni e alla volatilità dei mercati. In ogni caso, sembra prematuro discutere di un vantaggio concorrenziale che la regolamentazione in materia di ESG assegna alle banche grandi piuttosto che alle piccole, o quantomeno di un effetto indiretto di tale regolamentazione sul grado di concorrenza dei mercati creditizi.

Il **terzo capitolo** mette a fattor comune le analisi dei primi due e compie un'analisi sull'andamento nel 2020 dei corsi azionari delle 110 banche quotate dell'area euro.

A differenza di quanto accaduto nel 2008 con la grande crisi finanziaria mondiale seguita al collasso della Lehman Brothers, le banche non sono state l'epicentro della crisi. Nonostante il sistema bancario presentasse alla fine del 2019 una solida posizione di solvibilità e liquidità, la caduta dei valori azionari delle banche nel marzo 2020 è stata molto superiore a quella del totale del mercato, non solo in Italia ma in tutta Europa e nel mondo; inoltre, la contrazione dei corsi è stata addirittura più profonda di quella osservata nel 2008.

Fatto 100 il valore al 31 dicembre 2019, l'indice relativo all'intero mercato dell'area euro era sceso l'11 marzo 2020 a circa 80 (76 per il mercato italiano); nello stesso periodo il sistema bancario europeo era sceso su valori intorno a 70 (72 per l'Italia). Il 12 marzo 2020 è stato segnato dall'infelice statement di Christine Lagarde, Presidente della BCE, che con l'affermazione "*We are not here to close spreads*", seppur nello stesso giorno reinterpretato nel corso di una intervista televisiva, aveva fatto supporre un limitato impegno della banca centrale nel contrastare la turbolenza finanziaria innescata dal Covid-19 e aveva perciò favorito un'ulteriore, drastica caduta dei corsi azionari: il 18 marzo l'indice generale europeo era sceso a 63 (65 per l'Italia) e quello del mercato bancario a 51 (60 per il mercato bancario italiano).



Ancora alla fine del 2020, nonostante il recupero avviato da aprile e l'accelerazione di novembre, le quotazioni azionarie delle banche europee non avevano recuperato i valori di dodici mesi prima, anche per il timore dei mercati che le banche soffriranno nel medio termine di una contrazione della redditività e di una forte crescita delle esposizioni deteriorate, a causa dei fallimenti e della disoccupazione, che potrebbero aumentare rapidamente quando le autorità inizieranno a ritirare il sostegno economico.

L'analisi empirica svolta mira a identificare le caratteristiche delle banche che hanno sofferto maggiormente della turbolenza finanziaria innescata dal Covid-19 e verificare se queste caratteristiche sono correlate con le criticità della regolamentazione identificate nei primi due capitoli. Ovviamente un focus particolare è concentrato sulla dimensione della banca. Le nostre analisi hanno infatti evidenziato come l'aggiustamento verso le nuove regole sia stato molto più accentuato e costoso per le piccole banche, quelle con modelli di business più tradizionale. D'altro canto, però, il rafforzamento patrimoniale delle piccole banche le rende più solide rispetto al passato e le costringe a una governance più attenta alle esigenze di sana e prudente gestione, mentre è possibile che le grandi banche, in ragione di una esposizione ai rischi finanziari - ridotta nel tempo ma certamente molto superiore a quella delle piccole banche - possano essere percepite più rischiose in periodi di turbolenze finanziarie, soprattutto se lo shock ha le caratteristiche delle pandemia.

L'esercizio econometrico svolto permette di identificare le caratteristiche delle banche, che hanno registrato il calo più significativo nel marzo 2020 rispetto alla fine del 2019: si tratta delle banche più grandi, con una maggiore incidenza delle sofferenze e con una più elevata leva finanziaria.

Nello specifico, sulla base delle nostre stime, è possibile calcolare che un aumento della dimensione della banca di una standard deviation, determina una più forte caduta del valore di borsa pari a 4,6 punti percentuali. Anche per la variabile NPL/TA si registra una significativa relazione inversa con l'andamento delle quotazioni: l'aumento di una standard deviation della variabile determina una maggiore contrazione del prezzo pari a 16,4 punti percentuali. È anche significativo l'effetto della variabile RWA/TA, ossia una misura inversa – a parità di capitale detenuto – della leva finanziaria. Un aumento della leva finanziaria (pari a una riduzione di una standard deviation del valore di RWA/TA) determina una caduta del valore di borsa di 9,6 punti percentuali

Non sorprende che le banche maggiormente esposte al rischio creditizio della clientela e quelle maggiormente esposte ai rischi finanziari abbiano sofferto di più. La caduta dei listini azionari di marzo 2020 è stata drammatica, ma fortunatamente le riforme regolamentari introdotte negli anni precedenti avevano reso il sistema bancario meno vulnerabile a una crisi così improvvisa e dirompente.

Vogliamo però sottolineare, in particolare, il risultato che le banche più grandi – a parità delle altre variabili – hanno registrato una caduta dei valori azionari superiore a quello delle banche più piccole. Questo risultato è coerente con le valutazioni offerte nel Capitolo 1, che segnalavano come questi istituti potessero essere maggiormente esposti ai rischi originati nei mercati finanziari, dato un maggior ricorso a complesse operazioni in derivati e di cartolarizzazione e a strumenti ibridi di capitale. Si tratta delle considerazioni svolte, tra gli altri, da Masera e da economisti della World bank, che richiedono certamente ulteriori approfondimenti.

Nell'esercizio svolto sono state poi aggiunte le valutazioni ESG delle banche, valutazioni che sono tendenzialmente più positive per le grandi banche. Esse infatti sono più frequentemente valutate e, soprattutto, ottengono valutazioni migliori. Il principale risultato dell'esercizio econometrico è che – a parità di tutte le altre variabili – i mercati finanziari considerano il possesso del miglior rating ESG come un elemento distintivo, che è valutato come indice di una migliore capacità di resilienza a shock esterni. È utile ribadire che non basta avere un rating ESG, ma serve il miglior rating: per le banche con il miglior rating, la caduta dei prezzi in marzo è stata inferiore di 8,6 punti percentuali.

Data la sempre maggiore fiducia che gli investitori ripongono nei rating ESG, va sottolineata la necessità di eliminare il bias a favore delle grandi società, che così beneficiano di una migliore reputazione e un più basso costo del capitale. Per far questo la regolamentazione deve perseguire l'obiettivo di favorire la trasparenza delle informazioni e una standardizzazione delle comunicazioni, basate su oggettivi parametri scientifici. Un "level playing field" internazionale in tema di regolamentazione di finanza sostenibile sembrerebbe la strada giusta da intraprendere, anche per evitare future turbolenze sui mercati finanziari.

In conclusione sono stati evidenziati alcuni aspetti delle recenti regolamentazioni meritevoli di ulteriori ricerche empiriche, riflessioni, approfondimenti giuridici nonché modifiche importanti. L'evidenza empirica dei fatti della primavera 2020 ha mostrato come gli strumenti della vigilanza macroprudenziale per essere realmente efficaci e rispondere alle esigenze per le quali sono stati introdotti, ossia liberare nei momenti di congiuntura negativa dell'economia il capitale accantonato, dovrebbero diventare automatici. Vanno poi messe a punto le regole (MREL e TLAC) che obbligano anche le piccole banche a emettere sul mercato strumenti in grado di assorbire le perdite e vanno rivalutate – anche alla luce della estrema volatilità osservata nei mercati finanziari nei giorni dei primi lockdown – le ponderazioni per il rischio delle operazioni più innovative e complesse nei mercati finanziari.

Più in generale occorre affrontare alla radice il tema dell'applicazione proporzionale delle regole per rimediare agli svantaggi competitivi subiti dalle banche più piccole, con modelli di business più tradizionali, legate al territorio e alle piccole e medie imprese, per le quali i costi di compliance dovuti a regole sempre più complesse sono sempre più insostenibili. Su questo fronte bisogna, probabilmente, abbandonare il dogma di

regole e vincoli uguali per tutte le banche, ma immaginare una graduazione dei vincoli regolamentari in funzione dell'interesse pubblico da tutelare, con l'obiettivo ultimo di avere e mantenere mercati creditizi competitivi e contendibili.

È infine vitale trovare un giusto equilibrio, anche per la regolamentazione, nell'affrontare i temi di lungo termine della sostenibilità dei nostri sistemi economici. La grave crisi economica innescata dalla pandemia deve valere come un monito: non possiamo prevedere tutti i fattori di rischio e magari sperare di azzerarli con la regolamentazione. Serve la consapevolezza diffusa che senza rischio non c'è sviluppo economico, ma anche che non dobbiamo mettere a rischio il benessere del nostro pianeta e delle persone che lo popolano. La regolamentazione deve quindi sostenere il sistema bancario e dargli il giusto stimolo per essere il motore di una ripresa economica all'insegna della sostenibilità.