

La fusione tra UBS e Credit Suisse: analisi delle problematiche giuridiche emerse nell'assetto legale dell'operazione.

Prof. Andrea Palazzolo

RELATORE

Prof. Alessio Di Amato

CORRELATORE

Lorenzo Bernardi

CANDIDATO

<i>Introduzione</i>	3
<i>Capitolo I</i>	5
<i>Il sistema bancario svizzero e la sua regolamentazione</i>	5
1.1 Presentazione del tema e motivazioni della scelta	5
1.2 Obiettivi della ricerca.....	6
1.3 Contesto economico, finanziario e normativo	8
1.3.1 Struttura del settore bancario in Svizzera	11
1.4 Normativa bancaria di riferimento (FINMA, Basilea III, leggi svizzere sulle fusioni) .	17
1.5 Le premesse giuridiche ed economiche di una fusione sistemica.....	20
<i>Capitolo II</i>	23
<i>Cause, struttura e assetto legale della fusione UBS-Credit Suisse</i>	23
2.1 Credit Suisse: la crisi finanziaria e i fattori scatenanti la fusione	23
2.2 Analisi delle cause della crisi (scandali, perdite finanziarie, governance).....	23
2.4 Tentativi di risanamento e fallimento delle strategie di recupero.....	28
2.5.1 Struttura giuridica della fusione (fusione per incorporazione, asset deal vs. share deal).....	31
2.5.2 Clausole contrattuali rilevanti	33
2.6 Facciamo un passo indietro, il funzionamento dei bond Additional Tier 1 (AT1)	37
2.7 Il ruolo delle autorità svizzere nell'operazione.....	40
2.7.1 Intervento della FINMA e del governo svizzero, cosa è accaduto realmente	40
2.7.2 Confronto con operazioni analoghe nel settore bancario.....	46
2.7.3 Confronto con fusioni bancarie in altri contesti giuridici	48
2.8 Il ruolo della stampa e della comunicazione mediatica nella crisi di fiducia in Credit Suisse	55
2.8.1 Impatto della crisi su clientela retail e clientela istituzionale (HNWI)	58
<i>Capitolo III</i>	63
<i>Implicazioni giuridiche, sistemiche e reputazionali della fusione UBS–Credit Suisse: tra emergenza, governance e tutela degli stakeholder</i>	63
3.1 Deroghe normative e strumenti giuridici straordinari	63
3.2 La tutela degli azionisti e delle minoranze nella fusione	66
3.2.1 Diritti degli azionisti di Credit Suisse: compressione o salvaguardia?	66
3.3 Governance e impatti sulla struttura del gruppo post-fusione	73
3.3.1 Strategie di risk management e compliance dopo la fusione	76
3.3.2 Reazioni post-fusione.....	78
3.3.3 Impatto reputazionale	81
3.4 Le reazioni istituzionali e il dibattito politico in Svizzera: tra responsabilità, indagini e riforme.....	86
3.5 Evoluzione dei tassi d'interesse e dell'offerta di credito nel contesto post-fusione	88
<i>Conclusioni</i>	92
<i>Bibliografia</i>	95

Introduzione

La fusione tra UBS e Credit Suisse rappresenta uno degli eventi più rilevanti nella storia recente del sistema bancario svizzero e globale. Essa costituisce una risposta emergenziale a una crisi finanziaria senza precedenti, fungendo al contempo da banco di prova per l'assetto normativo e giuridico della Svizzera. Questo Paese, noto per la stabilità del suo settore bancario e il rigore delle sue istituzioni regolamentari, ha affrontato in questo contesto una serie di sfide legali e regolamentari che sollevano interrogativi sulla capacità del diritto di adattarsi a situazioni straordinarie. Tra le questioni emergenti, spiccano le implicazioni sulla tutela degli investitori, le modifiche nella governance societaria e il rispetto della normativa vigente. Con una transazione simbolica di tre miliardi di franchi svizzeri e un insieme di misure straordinarie adottate dalle autorità svizzere, la fusione ha messo in evidenza una serie di criticità e opportunità di riforma normativa.

Il presente lavoro mira a esaminare le principali problematiche giuridiche emerse dalla fusione, con un focus specifico su tre direttrici fondamentali: la tutela degli investitori, le implicazioni per la governance societaria e il rispetto della normativa svizzera. La rilevanza di queste tematiche si estende oltre il singolo caso, offrendo un'occasione per riflettere sull'efficacia e sulla resilienza del sistema normativo in contesti di crisi sistemica. L'attenzione si concentra, in particolare, su questioni quali l'azzeramento dei bond Additional Tier 1 (AT1) deciso dalla FINMA, la compressione dei diritti degli azionisti e le deroghe alle regole antitrust. Inoltre, viene esplorato l'equilibrio tra intervento rapido delle autorità e rispetto delle regole del mercato, tema cruciale in un quadro economico globalizzato.

La domanda centrale che guida questa ricerca è: in che modo il quadro normativo svizzero è stato messo alla prova e, in taluni casi, superato o modificato per rispondere alla crisi sistemica rappresentata dalla fusione UBS-Credit Suisse? L'analisi intende valutare gli impatti delle

misure straordinarie adottate sulle varie categorie di stakeholder, dai piccoli azionisti ai grandi investitori istituzionali, fino ai consumatori e ai creditori, con l'obiettivo di comprendere meglio le implicazioni normative e offrire una prospettiva utile alla discussione accademica e giuridica. La metodologia di ricerca si basa su un'analisi critica della letteratura esistente, sull'esame delle fonti normative, su documenti ufficiali delle autorità elvetiche come la FINMA e il Consiglio Federale e sull'approfondimento di casi comparativi nazionali e internazionali. L'approccio adottato consente di mettere in prospettiva le decisioni prese nel contesto svizzero, valutandole rispetto a precedenti nel settore bancario in giurisdizioni come gli Stati Uniti e l'Unione Europea.

La struttura della tesi, suddivisa in tre capitoli principali, riflette l'organizzazione sistematica della ricerca. Nel primo capitolo viene introdotto il tema, delineando gli obiettivi e la metodologia del lavoro. Il secondo capitolo esplora il contesto normativo ed economico del caso Credit Suisse, approfondendo le cause della crisi e il ruolo delle autorità svizzere andando ad analizzare l'assetto giuridico della fusione, con particolare attenzione alle deroghe normative concesse. Il terzo capitolo si concentra sulle problematiche legali emerse durante l'operazione, approfondendo temi come i bond AT1 e le modifiche alla governance societaria. Infine, si discutono i risultati rilevati, le conseguenze normative e le prospettive future.

Capitolo I

Il sistema bancario svizzero e la sua regolamentazione

1.1 Presentazione del tema e motivazioni della scelta

La fusione tra UBS e Credit Suisse, annunciata nel marzo 2023 in risposta alla crisi che ha colpito Credit Suisse, segna un momento davvero straordinario nel panorama finanziario e giuridico internazionale. È un'operazione senza precedenti nella storia bancaria svizzera, dove le autorità federali hanno orchestrato in poche ore l'integrazione della seconda banca più grande del paese all'interno della prima, per evitare un collasso che avrebbe potuto avere effetti sistemici disastrosi. L'eccezionalità di questa fusione forzata non si limita solo alle sue dimensioni economiche, con la nascita di un gigante bancario dalle proporzioni imponenti e un impatto significativo su mercati e clienti a livello globale, ma si estende anche alle circostanze straordinarie che l'hanno generata e alle implicazioni legali che ne sono derivate. Questa operazione ha catturato l'attenzione di osservatori e studiosi, dando vita a un ampio dibattito sulla solidità del sistema bancario e sulle misure normative adottate per garantire la stabilità finanziaria. L'interesse verso questo tema nasce da una serie di motivazioni economiche, giuridiche e sistemiche. Da un punto di vista economico, stiamo parlando di un istituto bancario che è considerato "too big to fail" (troppo grande per fallire), il che significa che, in caso di crisi, potrebbe scatenare effetti a catena su tutto il sistema finanziario globale. La fusione d'emergenza ha evitato una crisi di fiducia generalizzata, ma ha anche creato una banca ancora più grande e dominante, sollevando interrogativi sulla concentrazione di mercato e sui rischi sistemici futuri. Sul fronte sistemico, questo episodio mette in luce le difficoltà nella gestione delle crisi bancarie in situazioni di emergenza: le autorità svizzere, dal Governo federale alla Banca Nazionale Svizzera e all'ente di vigilanza FINMA, hanno adottato misure straordinarie per garantire la stabilità del sistema, cercando di bilanciare l'interesse pubblico di evitare un collasso con il rispetto delle normali regole di mercato. Dal punto di vista giuridico, la rilevanza

di questa vicenda è altrettanto chiara e rappresenta la principale motivazione di questa ricerca. La fusione tra UBS e Credit Suisse è avvenuta grazie a deroghe eccezionali alle normative vigenti, sollevando nuove questioni nel campo del diritto bancario e societario. In particolare, il Governo svizzero ha imposto l'operazione senza il consueto via libera degli azionisti, ricorrendo a strumenti legislativi d'urgenza per saltare le procedure ordinarie. Tali provvedimenti eccezionali, pur giustificati con la necessità di evitare il fallimento di Credit Suisse in un weekend di drammatica emergenza, hanno suscitato perplessità circa la loro legittimità e proporzionalità. Alcuni osservatori hanno parlato di un vero e proprio vulnus allo Stato di diritto, spingendosi a definire l'operazione un'"espropriazione" di investitori senza adeguata base legale(swissinfo.ch). Queste circostanze fanno emergere interrogativi cruciali sul rapporto tra stabilità finanziaria e tutela dei diritti, rendendo il caso UBS–Credit Suisse un osservatorio privilegiato per valutare la resilienza dell'ordinamento giuridico di fronte a crisi sistemiche. La scelta di approfondire questo tema, dunque, è dettata dall'esigenza di comprendere a fondo le implicazioni economiche e giuridiche di una fusione d'emergenza di tale portata, traendo insegnamenti per il futuro assetto normativo e la gestione delle crisi bancarie.

1.2 Obiettivi della ricerca

Alla luce della rilevanza e complessità della vicenda descritta, l'obiettivo è di delineare con precisione le domande di ricerca e fornire risposte approfondite riguardo ai nodi critici identificati nell'introduzione. La ricerca intende rispondere a quattro quesiti principali:

Deroghe normative: Quali deroghe al quadro normativo vigente sono state adottate per consentire la fusione tra UBS e Credit Suisse e su quale fondamento giuridico ed esigenza di interesse pubblico esse sono state giustificate? Questo punto mira a esaminare le basi legali dell'intervento d'urgenza, valutando come e in che misura siano state sospese o adattate le norme ordinarie (ad esempio in materia di approvazione assembleare, regolamentazione

bancaria e concorrenza) per rendere possibile l'operazione in tempi così rapidi. L'analisi di questo aspetto consentirà di comprendere se tali deroghe normative rientrassero nelle facoltà previste dall'ordinamento in situazioni eccezionali oppure se abbiano rappresentato uno strappo alle regole correnti.

Tutela di azionisti e obbligazionisti: In che modo l'operazione ha inciso sui diritti degli azionisti e degli obbligazionisti di Credit Suisse, e quali forme di tutela o indennizzo sono state previste (o invocate) a loro favore? Questo quesito richiede di analizzare gli effetti dell'acquisizione sui portatori di interessi privati coinvolti: da un lato gli azionisti di Credit Suisse, privati del diritto di voto sull'operazione e fortemente diluiti nel valore delle loro azioni; dall'altro gli obbligazionisti, in particolare i detentori di bond AT1, il cui investimento è stato completamente annullato dall'autorità di vigilanza. Si tratta di valutare la legittimità e la correttezza di tali esiti sotto il profilo del diritto societario e dei mercati finanziari, nonché di considerare eventuali rimedi giuridici esperibili (come azioni legali o richieste di risarcimento) a tutela di questi soggetti. L'approfondimento di questa tematica consentirà di verificare se e come l'ordinamento assicura un equilibrio tra la necessità di salvaguardare la stabilità bancaria e la protezione dei diritti di proprietà degli investitori.

Aspetti di governance: Quali questioni di corporate governance emergono da una fusione realizzata in condizioni di urgenza, e quale ruolo hanno giocato (o avrebbero dovuto giocare) gli organi societari e le autorità di vigilanza nel processo decisionale? Qui l'indagine si concentra sui profili di governance dell'operazione, considerando il fatto che la fusione è stata negoziata e decisa in gran parte dalle autorità pubbliche e dai vertici esecutivi, senza il coinvolgimento degli organi assembleari delle due banche. Saranno esaminati il ruolo dei consigli di amministrazione di UBS e Credit Suisse nell'accordo, il rispetto (o la deroga) delle procedure di buon governo societario, nonché le implicazioni in termini di accountability verso gli azionisti e di trasparenza dell'operazione. Obiettivo di questa sezione è valutare in che

misura la governance interna delle istituzioni coinvolte sia stata rispettata o compromessa dall'urgenza della situazione, e quali lezioni si possano trarre in merito al governo delle società “too big to fail” in tempi di crisi.

Funzionamento dell'ordinamento in contesto emergenziale: Come ha operato l'ordinamento giuridico svizzero di fronte a questa crisi finanziaria sistemica e quali riflessioni emergono sul funzionamento delle norme e delle autorità in un contesto emergenziale? Questo ultimo filone di ricerca adotta una prospettiva più ampia, esaminando la tenuta del quadro normativo e istituzionale svizzero di fronte all'evento in esame. Verrà analizzato il ruolo delle autorità di regolazione e del Governo nel gestire la crisi, compresa l'emanazione di eventuali ordinanze di necessità o altri atti emergenziali. Si valuterà se la risposta normativa sia stata coerente con i principi generali dell'ordinamento o se l'urgenza abbia messo in luce lacune e necessità di riforma. In sostanza, questo punto mira a capire come il sistema giuridico reagisce sotto stress, fornendo indicazioni su possibili miglioramenti legislativi o di prassi per il futuro.

Attraverso l'esame di questi quattro assi tematici, la ricerca intende raggiungere una visione complessiva delle implicazioni giuridiche della fusione tra UBS e Credit Suisse. L'obiettivo finale è di chiarire in che misura l'operazione si concili con i principi del diritto e quali insegnamenti se ne possano trarre per il quadro normativo e istituzionale. In tal modo, la tesi aspira a fornire un contributo originale alla comprensione delle tensioni tra stabilità del sistema bancario e tutela dei diritti in situazioni di crisi, offrendo spunti utili sia per la comunità accademica sia per i policy-maker chiamati a disciplinare e gestire future emergenze finanziarie.

1.3 Contesto economico, finanziario e normativo

Il panorama bancario svizzero, caratterizzato da un'elevata interconnessione e da una struttura diversificata, offre un contesto cruciale per comprendere le dinamiche economiche e normative alla base della fusione tra UBS e Credit Suisse. Analizzando le sfide e le opportunità alla luce

dei recenti eventi, emerge l'importanza della regolamentazione e della governance nel garantire la stabilità e la sostenibilità del sistema finanziario. Le sezioni successive si concentreranno sull'analisi delle normative vigenti, delle problematiche emerse e dell'impatto di tali fattori sul settore, evidenziando le implicazioni a lungo termine per il mercato svizzero e la tutela degli stakeholder.

Il sistema bancario svizzero, con la sua struttura diversificata e interconnessa, rappresenta un contesto fondamentale per comprendere le dinamiche che hanno portato alla fusione tra UBS e Credit Suisse. Questo capitolo esplorerà le caratteristiche principali del settore bancario, le normative vigenti e le problematiche emergenti nel panorama attuale. Un focus particolare sarà posto sulle modalità di regolamentazione, evidenziando le sfide e le opportunità che si presentano in un sistema noto per la sua stabilità, ma che ha recentemente dovuto affrontare crisi significative. Attraverso un'analisi approfondita, si getterà luce sulle implicazioni della regolamentazione bancaria in relazione alla fusione, facendo emergere i punti critici e le potenziali aree di miglioramento.

Il sistema bancario svizzero vanta una lunga tradizione di stabilità e riservatezza, frutto di un quadro normativo consolidato e di istituzioni solide. La Banca Nazionale Svizzera (BNS), fondata nel 1907, svolge un ruolo centrale: oltre a gestire la politica monetaria, per legge contribuisce alla stabilità del sistema finanziario(snb.ch). In situazioni di crisi, la BNS può agire da prestatore di ultima istanza, fornendo liquidità emergenziale alle banche solventi in difficoltà per prevenire effetti sistemici. La vigilanza sul settore bancario, invece, è affidata a un'autorità dedicata: l'Autorità Federale di Vigilanza sui Mercati Finanziari (FINMA). Istituita nel 2009, FINMA è un ente pubblico autonomo incaricato di supervisionare banche, assicurazioni e altri intermediari finanziari, garantendo che rispettino leggi e regolamenti e tutelando clienti e investitori. In caso di gravi problemi in un istituto, la FINMA ha il potere di intervenire per gestire la crisi, ad esempio ordinando la ristrutturazione o la liquidazione di una banca, allo scopo di evitare il collasso di entità too big to fail e proteggere i depositanti.

Dal punto di vista normativo, il riferimento principale è la Legge federale sulle banche e le casse di risparmio (LBCR) del 1934, che ha fornito la base legale per l'attività bancaria in Svizzera introducendo, tra l'altro, il famoso segreto bancario (in seguito attenuato da accordi internazionali). Negli ultimi decenni il quadro regolamentare si è evoluto per far fronte alle sfide della globalizzazione finanziaria e delle crisi bancarie. Un momento chiave è stato la crisi finanziaria del 2007-2008, in cui anche la Svizzera fu coinvolta: nell'ottobre 2008 il governo federale e la BNS dovettero intervenire con un pacchetto di salvataggio per evitare il fallimento di UBS, la maggiore banca del Paese, in difficoltà a causa di pesanti perdite su attività americane. L'intervento comportò un'iniezione di capitale pubblico di 6 miliardi di franchi e la creazione di un fondo ad hoc in cui far confluire circa 54 miliardi di dollari di titoli illiquidi dal bilancio (UBS8swissinfo.ch).

In risposta alla crisi del 2008, le autorità elvetiche introdussero una specifica normativa "too big to fail" (TBTF), con l'obiettivo di minimizzare il rischio che lo Stato debba nuovamente salvare banche sistemiche con denaro dei contribuenti(cdt.ch). Dal 1° marzo 2012, le disposizioni TBTF sono formalmente integrate nella Legge sulle banche e in relative ordinanze: esse impongono alle banche di rilevanza sistemica requisiti molto più stringenti in termini di fondi propri (capitale di alta qualità e strumenti convertibili), liquidità e piani di emergenza. In particolare, le grandi banche devono disporre di sufficienti buffer di capitale e di strategie di risanamento e di risoluzione che garantiscano il mantenimento delle funzioni essenziali (come depositi, pagamenti e crediti alle PMI) anche in caso di dissesto (newsd.admin.ch). Lo scopo ultimo è consentire che una banca importante possa fallire o essere ristrutturata senza destabilizzare il sistema finanziario né gravare sui contribuenti(icdt.ch). Nel 2015 un gruppo di esperti indipendenti ha valutato l'efficacia del modello svizzero TBTF, concludendo che l'impianto fosse valido ma raccomandando ulteriori rafforzamenti, ad esempio maggiori requisiti di capitale, per accrescere la resilienza degli istituti sistemici. Tali raccomandazioni

sono state in buona parte recepite, ponendo la Svizzera all'avanguardia nell'implementazione degli standard di Basilea III e delle regole prudenziali internazionali.

Oltre al rafforzamento patrimoniale, la normativa svizzera prevede strumenti di vigilanza bancaria e stabilità finanziaria a più livelli. La FINMA, in coordinamento con la BNS, conduce stress test e analisi sui grandi intermediari e può emanare direttive vincolanti in materia di gestione dei rischi. Sul fronte della protezione dei clienti, esiste un meccanismo di garanzia dei depositi: i depositi fino a 100'000 franchi per cliente sono garantiti da un sistema di assicurazione (finanziato dalle banche stesse), recentemente potenziato e reso più rapido nei rimborsi con una revisione legislativa entrata in vigore nel 2023. La Svizzera adotta inoltre un approccio di regolamentazione "basata sui principi", lasciando alle banche una certa flessibilità nell'implementare regole prudenziali, purché gli obiettivi di stabilità e prudenza siano rispettati. Questo modello si combina con una stretta cooperazione internazionale: la BNS e la FINMA partecipano ai consessi globali (Comitato di Basilea, Financial Stability Board, ecc.) per assicurare che la piazza finanziaria elvetica rimanga allineata alle migliori pratiche globali.

1.3.1 Struttura del settore bancario in Svizzera

Il sistema bancario svizzero, noto per la sua articolazione e diversificazione, si distingue per la presenza di circa 235 banche operative nel Paese a fine 2022. Questo numero, sebbene in lieve calo rispetto agli anni precedenti a causa di fusioni e ritiri dal mercato, riflette la varietà di istituzioni presenti, che spaziano dalle grandi banche universali a quelle cantonali e private, fino a numerosi istituti specializzati. La Svizzera adotta il modello della banca universale, che consente ad un unico istituto di svolgere attività commerciali (come depositi e crediti) e di investimento (gestione patrimoniale e investment banking), creando un equilibrio tra attività globali e locali.

Il cuore del sistema bancario elvetico è costituito da grandi banche universali come UBS e Credit Suisse, tradizionalmente attive a livello globale e classificate come banche di rilevanza

sistemica globale (G-SIB). Queste istituzioni hanno storicamente dominato il mercato, con UBS e Credit Suisse che detenevano una quota significativa degli attivi bancari in Svizzera. Tuttavia, con la fusione forzata di Credit Suisse con UBS nel 2023, la Svizzera ha visto emergere un singolo colosso bancario che ora gestisce un bilancio che supera di gran lunga il PIL annuale del Paese. Questa concentrazione senza precedenti ha sollevato preoccupazioni relative alla concorrenza e alla supervisione, in quanto una singola entità detiene ormai un peso decisivo nell'economia del Paese, con implicazioni sistemiche globali.

Accanto a questi giganti, il sistema bancario svizzero è anche caratterizzato da un ampio numero di banche cantonali, che operano a livello locale e sono spesso a maggioranza pubblica. Le banche cantonali, come la Zürcher Kantonalbank, svolgono un ruolo fondamentale nel finanziamento dell'economia regionale, fornendo liquidità e sostegno creditizio alle famiglie e alle piccole e medie imprese. Queste banche, che detengono circa un terzo del mercato dei crediti ipotecari, sono cruciali per la stabilità economica del Paese, garantendo pluralità di offerta e una forte connessione con le esigenze locali. In parallelo, il gruppo Raiffeisen, che comprende oltre 200 banche locali federate, rappresenta il terzo attore bancario per dimensioni in Svizzera, con un focus principalmente sul credito e sul risparmio nelle aree rurali.

A completare il panorama bancario svizzero vi sono le banche private, specializzate nella gestione patrimoniale per clienti facoltosi, sia svizzeri che internazionali. Queste banche, tra cui istituzioni storiche come Pictet, Lombard Odier e Julius Bär, continuano a giocare un ruolo significativo nel wealth management, nonostante le recenti modifiche normative che hanno ridotto il tradizionale segreto bancario svizzero. La capacità di queste banche di adattarsi alle nuove esigenze normative, mantenendo un'offerta di alta qualità nel settore della gestione patrimoniale, contribuisce in modo determinante alla stabilità e alla reputazione della piazza finanziaria svizzera.

La presenza di numerose filiali di banche estere, che operano principalmente nel settore del wealth management internazionale, rafforza ulteriormente il ruolo della Svizzera come centro

finanziario globale. Queste istituzioni, sebbene in numero inferiore rispetto alle banche domestiche, contribuiscono in modo sostanziale all'offerta di servizi finanziari specializzati, come il private banking e le operazioni sui mercati dei capitali in franchi svizzeri. Nonostante il lieve calo nel numero di queste banche negli ultimi anni, la Svizzera rimane un hub importante per gli investitori internazionali grazie alla sua stabilità economica e fiscale.

Dal punto di vista della struttura, il sistema bancario svizzero si caratterizza per un mix di istituti molto grandi e un numero significativo di banche medie e piccole, che operano a livello regionale o si specializzano in nicchie di mercato. La recente fusione tra UBS e Credit Suisse ha accentuato il grado di concentrazione, portando a una situazione in cui un singolo gruppo bancario detiene una porzione significativa dell'economia nazionale. Questo ha suscitato timori riguardo alla riduzione della concorrenza, ma le banche cantonali, Raiffeisen e le numerose banche private e regionali contribuiscono a mantenere la competitività del mercato interno.

Nonostante il forte predominio delle grandi banche, la Svizzera mantiene una struttura finanziaria resiliente, grazie alla presenza di numerosi attori locali che continuano a garantire un'ampia offerta di servizi bancari e finanziari. La FINMA e la BNS hanno designato quattro banche come "sistemiche": UBS a livello globale e ZKB, Raiffeisen, PostFinance a livello nazionale. Questa pluralità di attori è essenziale per la concorrenza nel mercato bancario svizzero, soprattutto in un contesto di crescente integrazione internazionale.

Le sfide per il sistema bancario svizzero sono emerse in tutta la loro evidenza durante la crisi di Credit Suisse, che ha messo in luce alcune vulnerabilità nel modello bancario elvetico, nonostante la sua solida struttura normativa e la vigilanza della FINMA. La crisi di Credit Suisse ha esemplificato come anche le banche più grandi possano essere vulnerabili a inefficienze nella governance e nella gestione del rischio, evidenziando la necessità di riforme strutturali e di un continuo rafforzamento del quadro normativo. La protezione degli investitori e la salvaguardia dei diritti nel contesto di una governance bancaria inefficace sono diventate questioni cruciali, non solo a livello nazionale ma anche internazionale.

La gestione della crisi di Credit Suisse, culminata nella fusione con UBS, ha sollevato interrogativi sulla credibilità del sistema bancario svizzero, tradizionalmente percepito come un baluardo di stabilità. Le inefficienze nella gestione del rischio e nella governance hanno avuto un ruolo determinante nel precipitare la situazione, sottolineando l'importanza di migliorare continuamente la resilienza del sistema bancario e la protezione degli stakeholders. L'esperienza della crisi ha evidenziato la necessità di bilanciare l'efficienza operativa con la protezione degli investitori e la sostenibilità a lungo termine.

1.3.2 Crisi bancaria e diritto d'eccezione: riflessioni sulla fusione UBS–Credit Suisse

L'analisi critica delle fonti normative svizzere, comprese le disposizioni della recente ordinanza ELA modificata il 19 marzo 2023, ha rappresentato un elemento centrale nella comprensione del contesto giuridico e della legittimità delle misure adottate durante l'operazione di fusione. Questa ordinanza ha stabilito limiti specifici ai prestiti di emergenza, delineando un quadro straordinario che ha cercato di contemperare la necessità di stabilità sistemica con il rispetto delle norme esistenti (Fagetan, 2024, p. 50). Tuttavia, l'approccio regolamentare straordinario solleva interrogativi circa i limiti del diritto svizzero in situazioni di crisi, soprattutto in relazione alla trasparenza e alla partecipazione pubblica. Un'analisi più approfondita potrebbe evidenziare se tali misure siano state sufficientemente bilanciate rispetto ai diritti degli stakeholders.

Di particolare rilevanza è stato l'impiego dei documenti ufficiali della FINMA, che ha giocato un ruolo cruciale nella svalutazione dei bond. Questi documenti non solo forniscono una base normativa essenziale per comprendere le deroghe straordinarie concesse, ma sollevano anche interrogativi su come tali decisioni siano inquadrate rispetto al principio della certezza del diritto. L'assenza di un modello chiaro per gestire situazioni simili in futuro sottolinea la necessità di una revisione normativa che possa garantire maggiore prevedibilità.

Nelle modifiche legislative applicate, come l'interpretazione estensiva delle disposizioni del

Codice delle Obbligazioni svizzero per escludere la convocazione delle assemblee generali, emergono criticità significative. Queste modifiche, seppur giustificate dalla necessità di accelerare il processo di fusione, hanno messo in secondo piano i diritti degli azionisti, causando una potenziale erosione della fiducia nel quadro legale vigente (Fagetan, 2024, p. 51). È essenziale considerare l'impatto di queste decisioni sulle relazioni tra investitori e istituzioni finanziarie nel lungo periodo.

Il confronto con casi analoghi nel settore bancario, in particolare in Germania e Italia, ha fornito un utile contesto per valutare le peculiarità del sistema svizzero. In Germania, l'alto indice di concentrazione bancaria pone una sfida diversa rispetto a quella del mercato svizzero, sottolineando come le normative nazionali possano influenzare i modelli di intervento (Caiapi, 2017, p. 29). In Italia, l'evoluzione normativa che ha portato alla riduzione delle banche popolari e cooperative evidenzia come la flessibilità sia stata bilanciata con la necessità di tutela degli stakeholder. Questi confronti mettono in evidenza il bisogno di modelli ibridi che integrino le best practices internazionali con le specificità nazionali.

Un importante aspetto emerso è l'analisi dei dati economici derivanti dagli studi sui prezzi azionari e sui cumulative abnormal returns (CARs), che hanno rivelato l'impatto diretto delle comunicazioni pubbliche sull'andamento dei mercati finanziari. Il crollo del 6% del prezzo delle azioni di Credit Suisse conseguente al ritardo nella pubblicazione dei rapporti finanziari e le reazioni contrastanti all'annuncio dell'acquisizione da parte di UBS dimostrano come la trasparenza sia un fattore chiave per la fiducia degli investitori. La percezione degli investitori, spesso legata alla comunicazione istituzionale, richiede un maggiore approfondimento per comprendere come bilanciare stabilità e trasparenza.

Nel contesto della crisi di Credit Suisse, le perdite finanziarie pari a 7,3 miliardi di dollari nel 2022 rappresentano un elemento critico per comprendere il fallimento delle strategie di governance e di risk management adottate. L'assenza di misure preventive efficaci ha amplificato la vulnerabilità dell'istituto e dimostra come la mancanza di una due diligence

adeguata possa avere implicazioni sistemiche. Questo aspetto mette in luce la necessità di una maggiore attenzione alla valutazione preventiva dei rischi, anche in contesti emergenziali.

L'approccio svizzero, confrontato con le normative europee, come le Linee guida sul diritto della concorrenza della Commissione Europea, ha evidenziato differenze sostanziali nella gestione delle fusioni. L'articolo 101 del TFUE e le rigorose procedure di notifica per le concentrazioni su scala europea contrastano con le esenzioni più ampie concesse in Svizzera, suggerendo un approccio meno restrittivo che potrebbe favorire la rapidità ma solleva dubbi sulla tutela della concorrenza (Fazio, 2023, p. 6). Queste differenze offrono un utile spunto per analisi comparative che possano contribuire a migliorare la regolamentazione futura. La consultazione pubblica avviata dalla Commissione Europea sulla revisione delle regole di concorrenza ha inoltre evidenziato la necessità di un dibattito più ampio sulla trasparenza delle deroghe normative in contesti di crisi. Tali prospettive comparative rafforzano l'urgenza di riforme strutturali nel modello svizzero per garantire un maggiore equilibrio tra flessibilità normativa e tutela dei consumatori.

L'influenza degli accordi di Basilea III è risultata centrale nell'analisi, considerando i requisiti patrimoniali stringenti che le banche devono rispettare per assicurare stabilità in tempi di crisi. Sebbene la Svizzera abbia implementato norme compatibili con questi standard, è emerso come la situazione emergenziale abbia richiesto deroghe che potrebbero destabilizzare il quadro normativo internazionale (Fagetan, 2024, p. 51). Questo atteggiamento solleva il quesito su come armonizzare le normative nazionali con quelle globali senza compromettere la stabilità finanziaria.

Infine, i dati storici relativi alla resilienza del sistema bancario svizzero hanno fornito un contesto utile per comprendere la risposta del paese alle crisi precedenti. La capacità della Banca Nazionale Svizzera di fornire liquidità e l'effetto dei tassi di interesse negativi sulla stabilità del sistema bancario sono stati elementi di supporto nella gestione della crisi di Credit Suisse (Auer & Kraenzlin, 2011, p. 414; Jackson, 2015, p. 16). Tuttavia, questa resilienza

potrebbe essere messa a rischio se non si adottano misure correttive per evitare il ripetersi di situazioni simili. Concludendo, l'approfondimento metodologico e l'analisi critica delle fonti utilizzate hanno messo in evidenza la necessità di un equilibrio tra rapidità d'azione e tutela normativa, evidenziando importanti spunti per riforme future.

1.4 Normativa bancaria di riferimento (FINMA, Basilea III, leggi svizzere sulle fusioni)

La FINMA, ossia l'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari, è il regolatore principale del settore bancario in Svizzera. Il suo ruolo primario consiste nel garantire stabilità, trasparenza e fiducia nel sistema finanziario del paese. Nel contesto della fusione tra UBS e Credit Suisse, la FINMA ha adottato una serie di misure straordinarie volte a proteggere l'integrità del sistema finanziario nazionale ed evitare un collasso con potenziali ripercussioni globali. Tra le decisioni più controverse, spicca l'azzeramento dei bond Additional Tier 1 (AT1) di Credit Suisse per un valore di 16 miliardi di franchi svizzeri. Questa misura è stata giustificata dalla necessità di salvaguardare la stabilità del settore bancario, ma ha sollevato critiche riguardo alla compressione dei diritti dei creditori subordinati e al rispetto del principio di certezza del diritto. Le critiche hanno evidenziato il rischio che decisioni di questo tipo possano creare un clima di incertezza per gli investitori, mettendo potenzialmente in pericolo la fiducia nella regolamentazione bancaria elvetica. La questione diventa quindi centrale considerando l'importanza di una regolamentazione che, sebbene flessibile in situazioni di emergenza, non comprometta il quadro giuridico generale.

Gli accordi di Basilea III, introdotti come risposta alle crisi finanziarie del 2008, pongono l'accento su requisiti patrimoniali più rigorosi per migliorare la resilienza del settore bancario agli shock sistemici. Le norme prevedono un incremento significativo delle riserve di capitale Tier 1, necessarie per assorbire eventuali perdite e rafforzare la fiducia nel sistema finanziario. È stato stimato che le banche europee abbiano dovuto aumentare il capitale Tier 1 di circa 1,1 trilioni di euro entro il 2019, una pressione percepita anche in Svizzera (Härle et al., 2010, p.

1). Tuttavia, l'efficacia di Basilea III nel gestire crisi complesse come quella di Credit Suisse è stata messa in discussione. Sebbene tali requisiti abbiano ridotto in teoria la vulnerabilità globale delle banche, nel caso concreto di Credit Suisse, non sono stati sufficienti per prevenire una crisi sistemica o per garantire un'efficace gestione del rischio.

La Commissione della concorrenza svizzera (COMCO) ha giocato un ruolo determinante nella gestione della fusione tra UBS e Credit Suisse, concedendo deroghe alle normative antitrust. Considerata l'urgenza e la rilevanza sistemica delle due banche coinvolte, le esenzioni concesse sono state giustificate per prevenire ulteriori instabilità di mercato. Tuttavia, questa decisione ha sollevato interrogativi sull'impatto a lungo termine della concentrazione del mercato. Difatti, con la fusione, UBS si ritrova a controllare circa il 30% del mercato svizzero dei crediti e dei depositi, una soglia che pone sfide significative al principio di concorrenza e alla tutela dei consumatori. Questo livello di concentrazione rischia di limitare la competitività del settore, aumentando i rischi di monopolio di fatto e incidendo negativamente sull'accessibilità di prodotti finanziari per i consumatori. Inoltre, un intervento di questo tipo, sebbene giustificato dalla necessità di stabilizzare il sistema, pone il mercato bancario svizzero in una posizione di concentrazione senza precedenti, rendendolo vulnerabile nel lungo termine. Un quadro regolatorio più solido e specifico rispetto alle fusioni è essenziale per evitare che deroghe giustificate in contesti emergenziali diventino pratiche abituali. Le normative svizzere sulle fusioni bancarie, come stabilito dal Codice delle Obbligazioni e dalla Legge sulle Fusioni, prevedono che operazioni di questa portata debbano rispettare requisiti specifici, inclusa l'approvazione da parte delle assemblee generali degli azionisti. Tuttavia, nel caso della fusione UBS-Credit Suisse, tali procedure sono state bypassate grazie a un'ordinanza d'emergenza. Questa decisione, pur giustificata dall'urgenza della situazione, ha generato molteplici critiche, in particolare per la mancanza di trasparenza e per il ruolo limitato degli azionisti nell'intero processo.

In un contesto democratico, l'esclusione degli stakeholder chiave dalle decisioni strategiche

rappresenta un punto critico, poiché solleva dubbi sulla conformità con i principi di responsabilità e partecipazione. L'assenza di un coinvolgimento significativo degli azionisti rischia di minare la fiducia nelle istituzioni finanziarie e nella loro governance. Nel contesto della regolamentazione Basilea III, anche una minima riduzione del Tier 1 può comportare una significativa perdita di resilienza bancaria. Questo aspetto evidenzia come l'introduzione di deroghe, se da un lato risolve problematiche immediate, dall'altro può generare vulnerabilità sistemiche.

Le deroghe normative concesse dalla FINMA e dal governo svizzero, insieme all'utilizzo dello strumento dell'ordinanza d'emergenza, rappresentano un precedente che pone significative questioni legali e istituzionali. La decisione di bypassare le normali procedure di approvazione per accelerare la fusione evidenzia la tensione tra l'interesse pubblico nella stabilità finanziaria e il rispetto dei diritti degli investitori. In questo contesto, è fondamentale riflettere sui rischi di creare un sistema giuridico in cui la flessibilità in situazioni straordinarie possa compromettere la prevedibilità normativa. Gli investitori e gli attori del mercato necessitano di regole chiare e di un quadro giuridico che garantisca certezza e protezione, anche in tempi di crisi. Le difficoltà nella gestione del debito pubblico in contesti emergenziali possono riflettersi negativamente sulla stabilità economica generale. Questo suggerisce che anche le deroghe normative utili in situazioni straordinarie devono essere accompagnate da meccanismi di controllo rigorosi per evitare crisi di fiducia.

La fusione UBS-Credit Suisse ha messo in luce i limiti degli strumenti normativi esistenti nel gestire crisi bancarie di ampia portata. Nonostante gli standard patrimoniali più severi introdotti da Basilea III, il caso Credit Suisse ha sottolineato l'incapacità delle regole vigenti di garantire una resilienza sufficiente. L'uso di strumenti straordinari, come le deroghe normative, rappresenta un forte segnale della necessità di aggiornare il quadro normativo svizzero per consentire un equilibrio adeguato tra stabilità sistemica e protezione degli stakeholder. Un'analisi comparativa con altre giurisdizioni, come quelle europee, potrebbe offrire spunti

utili per migliorare la normativa svizzera, garantendo nel contempo flessibilità e solidità del sistema.

Infine, il contesto normativo internazionale, come quello stabilito dal WTO e dagli accordi GATS, permette l'adozione di misure straordinarie in circostanze eccezionali per preservare la stabilità finanziaria. Nel caso della Svizzera, tali strumenti sono stati utilizzati per evitare il rischio di un contagio sistemico derivante dalla crisi di Credit Suisse. Tuttavia, questa flessibilità normativa potrebbe compromettere l'equilibrio tra trasparenza, prevedibilità e la necessità di garantire la fiducia degli investitori internazionali (Gallagher, 2010, pp. 13-18; Rötheli et al., 2024, p. 4). Un'ulteriore riflessione sull'interazione tra le normative nazionali e quelle internazionali è essenziale per rafforzare la cooperazione e prevenire future crisi di simile portata.

1.5 Le premesse giuridiche ed economiche di una fusione sistemica

La fusione tra i due istituti ha esposto con forza le sfide connesse al bilanciamento tra l'urgenza sistemica e la tutela degli stakeholder, evidenziando importanti tensioni tra la necessità di interventi rapidi e il rispetto delle normative consolidate. Questo contesto introduce una riflessione critica sul potenziale impatto di tali decisioni a lungo termine.

Il contesto economico, finanziario e normativo che fa da sfondo alla fusione rappresenta un punto focale per comprendere gli eventi che hanno caratterizzato questa operazione. Il sistema bancario svizzero, nonostante la sua reputazione di stabilità, non è stato in grado di prevenire il collasso di un attore chiave come Credit Suisse, a causa di una combinazione di scandali finanziari e strategie di governance inefficaci. L'efficacia delle normative vigenti, incluse le disposizioni stabilite dagli accordi di Basilea III, è stata messa alla prova, soprattutto alla luce del massiccio ritiro di fondi da parte della clientela, che ha superato i 110 miliardi di franchi svizzeri durante la crisi (Melnarowicz, 2024, p. 12; Bash et al., 2024, p. 2). È evidente la necessità di una revisione critica delle regole in essere per rafforzare la resilienza delle

istituzioni finanziarie, prevenendo situazioni simili in futuro.

Un confronto con il quadro normativo europeo sottolinea ulteriormente le sfide uniche affrontate dalla Svizzera in questa fusione. L'approccio europeo, regolato da normative rigorose come l'articolo 101 del TFUE e le disposizioni del Regolamento (CE) 139/2004, prevede notifiche obbligatorie e consultazioni per operazioni di concentrazione che superano determinate soglie di mercato. Questo contrasto evidenzia come l'approccio svizzero, pur favorendo la rapidità necessaria in situazioni di crisi, possa sollevare dubbi in merito alla trasparenza e alla tutela dei consumatori, questioni che devono essere affrontate per garantire la legittimità delle operazioni future.

Un'analisi approfondita della struttura e dell'assetto legale della fusione rivela aspetti significativi che meritano ulteriore attenzione. La modalità di fusione per incorporazione è stata scelta per la rapidità di esecuzione, bypassando il consueto coinvolgimento delle assemblee generali degli azionisti, una prassi che ha suscitato controversie sotto il profilo della governance. L'offerta di soli 0,76 franchi svizzeri per azione agli azionisti di Credit Suisse rappresenta un esempio lampante delle limitazioni imposte ai diritti degli azionisti, sollevando dubbi sulla conformità con i principi di equità e parità di trattamento. Inoltre, strumenti straordinari come le garanzie pubbliche per 9 miliardi di CHF hanno giocato un ruolo cruciale nella protezione di UBS dalle perdite future, ma al contempo hanno posto il peso del rischio sistemico sulle istituzioni pubbliche, aprendo un dibattito sull'equità e sulla sostenibilità di tali misure.

Le problematiche giuridiche, emergenti in maniera predominante nel contesto della fusione, toccano le questioni legate alla concorrenza e alla protezione degli investitori. Le deroghe normative, concesse per accelerare il processo, hanno introdotto una serie di implicazioni legali che potrebbero costituire un precedente problematico per la regolamentazione futura. Pertanto, appare cruciale interrogarsi sui limiti delle deroghe normative in un contesto emergenziale e sui rischi correlati a una eccessiva concentrazione bancaria.

Guardando oltre i confini svizzeri, simili problematiche sono emerse in altre giurisdizioni. Ad esempio, studi sull'attrazione di investimenti diretti esteri in Turchia hanno evidenziato come l'assenza di un quadro normativo chiaro e il mancato rispetto del principio della certezza del diritto possano ostacolare la competitività economica di un paese (Dutz et al., 2004, p. 1). Questo suggerisce che la Svizzera, pur operando in un contesto di emergenza, deve mantenere un equilibrio tra l'efficienza delle sue decisioni normative e il rispetto di principi giuridici fondamentali che attraggano investitori e rafforzino la fiducia nelle istituzioni finanziarie.

Concludendo, le implicazioni legali e normative derivanti dalla fusione UBS-Credit Suisse forniscono una base solida per ulteriori riflessioni critiche e analisi multidisciplinari, evidenziando la necessità di riforme per rafforzare la resilienza del sistema giuridico e normativo svizzero, in vista di future crisi finanziarie

Capitolo II

Cause, struttura e assetto legale della fusione UBS-Credit Suisse

2.1 Credit Suisse: la crisi finanziaria e i fattori scatenanti la fusione

La crisi di Credit Suisse ha rappresentato un catalizzatore cruciale per la fusione con UBS, rivelando vulnerabilità sistemiche e lacune di governance all'interno della banca, rappresentando un caso emblematico di come una combinazione di scandali finanziari, perdite significative e carenze nella governance interna possa condurre un istituto bancario di rilevanza globale a una situazione di grave instabilità. I fattori scatenanti, tra cui scandali finanziari e perdite significative, hanno evidenziato una gestione del rischio inadeguata e una governance inefficace, conducendo a tentativi di risanamento che si sono rivelati insufficienti. Queste tematiche si integrano nel quadro più ampio della fusione, gettando luce sulle dinamiche normative e sui dilemmi giuridici emersi in seguito alla crisi.

2.2 Analisi delle cause della crisi (scandali, perdite finanziarie, governance)

Questo scenario fornisce un'importante base per analizzare in dettaglio le cause che hanno portato al collasso, prendendo in considerazione sia fattori interni che esterni.

Tra gli scandali finanziari che hanno avuto un impatto particolarmente devastante sulla stabilità di Credit Suisse, erodendo progressivamente la fiducia degli investitori e dei clienti, ricordiamo il coinvolgimento della banca nel fallimento del fondo Archegos e nella crisi del fondo Greensill, che insieme hanno causato perdite superiori a miliardi di dollari, questi fattori hanno evidenziato gravi lacune nei processi di gestione del rischio e nella supervisione delle operazioni finanziarie. Tra gli ultimi, ma non per ordine di importanza, ricordiamo lo scandalo dei “Tuna Bonds” in Mozambico. Tali eventi, oltre a comportare conseguenze economiche dirette, hanno amplificato una percezione negativa della banca sul mercato internazionale, con una notevole accelerazione del declino reputazionale (Yang, 2024, p. 2; Chesney, 2023, p. 4).

La gestione inefficace di questi episodi non solo ha rivelato carenze strutturali nei controlli interni, ma ha anche enfatizzato l'incapacità del management di rispondere prontamente a situazioni di crisi.

Un ulteriore elemento aggravante è stato rappresentato dalle "debolezze materiali" emerse nei report finanziari per l'anno 2022. Con una perdita netta dichiarata di 7,3 miliardi di dollari, Credit Suisse ha dimostrato un'inadeguata gestione delle sue risorse, alimentando dubbi sulla capacità di sostenibilità futura dell'istituto. Questa situazione ha determinato una fuga significativa di capitali, con un ritiro da parte dei clienti stimato in 110 miliardi di franchi svizzeri, ponendo la banca in una posizione di estrema fragilità in termini di liquidità. Questo fenomeno, oltre a riflettere un deterioramento della fiducia generale, ha costituito un segnale evidente della percezione negativa dei mercati nei confronti della stabilità dell'istituto.

La crisi di governance interna di Credit Suisse è stata un ulteriore fattore determinante nel collasso. Nonostante i precedenti scandali, la banca non è stata in grado di implementare misure efficaci per migliorare i controlli interni e prevenire nuovi problemi. Tale mancanza ha esposto l'istituto a livelli elevati di rischio operativo e reputazionale, aggravando ulteriormente le difficoltà già in atto (Messore & Bonardi, 2023, p. 24; Chesney, 2023, p. 5). Questa combinazione di inefficienze organizzative ha reso la governance vulnerabile a pressioni esterne e interne, accelerando l'erosione della fiducia degli stakeholder e il deterioramento delle condizioni operative.

Un aspetto particolarmente critico è stato rappresentato dalla complessità e rischiosità del portafoglio di derivati di Credit Suisse. Nel 2020, il valore nominale di tali strumenti finanziari superava di 25 volte il PIL svizzero, evidenziando un'esposizione sproporzionata al mercato dei derivati e una gestione che non teneva adeguatamente conto dei rischi sistemici. Questa esposizione non solo ha aumentato la vulnerabilità della banca, ma ha anche contribuito al diffondersi di preoccupazioni sulla sua capacità di assorbire eventuali shock finanziari.

I tentativi di ristrutturazione avviati prima della fusione, sebbene concepiti per migliorare la

sostenibilità dell'istituto, si sono dimostrati ampiamente insufficienti. La continua caduta del valore delle azioni di Credit Suisse, unita all'incapacità di attrarre nuovi investimenti, ha rappresentato un chiaro fallimento delle strategie implementate. Inoltre, l'abbandono del sostegno previsto dalla Saudi National Bank ha sottolineato l'assenza di fiducia dei principali investitori nel piano di risanamento proposto. Questa dinamica ha evidenziato debolezze strutturali sia nel modello operativo della banca che nella sua capacità di rispondere a crisi di portata globale.

La lenta reazione alle sfide del mercato globale ha ulteriormente amplificato la crisi. L'incapacità di rispondere rapidamente agli effetti del fallimento di istituti bancari come la Silicon Valley Bank ha messo in evidenza gravi lacune nella leadership e nella gestione del rischio. Questa mancata prontezza ha dimostrato l'assenza di una visione strategica chiara e coerente (Messore & Bonardi, 2023, p. 3; Lāce, 2023, p. 6). Tali criticità hanno amplificato il bisogno di un intervento straordinario da parte delle autorità svizzere per evitare un collasso sistemico.

Un ulteriore elemento, spesso trascurato ma rilevante, riguarda il ruolo dell'alfabetizzazione finanziaria nella crisi. Studi precedenti hanno rilevato un'elevata mancanza di conoscenze finanziarie di base tra molti investitori, con una lacuna particolarmente evidente tra donne e cittadini stranieri. Questo fenomeno può aver contribuito a decisioni di investimento meno informate e a una fuga di depositi durante i momenti critici. Le donne, con una probabilità inferiore del 19% rispetto agli uomini di rispondere correttamente a domande di alfabetizzazione finanziaria, e i cittadini stranieri, con una probabilità inferiore del 17% rispetto ai cittadini svizzeri, rappresentano gruppi particolarmente vulnerabili che potrebbero aver amplificato la crisi di liquidità dell'istituto (Brown & Graf, 2013, pp. 11-12). La correlazione tra limitata alfabetizzazione finanziaria e perdita di fiducia negli strumenti finanziari della banca sottolinea la necessità di programmi educativi e di una maggiore attenzione alla comunicazione con piccoli investitori.

L'incapacità della banca di mantenere un rapporto stabile con gli investitori meno esperti ha peggiorato significativamente la perdita di fiducia da parte di questi ultimi, accelerando il deterioramento della situazione economica dell'istituto (Brown & Graf, 2013, p. 2). Questo fattore, in combinazione con le carenze sopra menzionate, evidenzia una fragilità operativa e strategica che ha inevitabilmente richiesto un intervento drastico per evitare il completo collasso.

2.3 Tre crisi emblematiche: Archegos, Greensill, Mozambico

Il Caso Archegos Capital Management

Archegos Capital Management, guidato da Bill Hwang, era un family office che gestiva investimenti attraverso strumenti derivati noti come total return swaps. Questi strumenti consentivano ad Archegos di assumere posizioni altamente leverage senza dover divulgare le partecipazioni sottostanti, eludendo così i requisiti di trasparenza. La strategia di Archegos comportava l'assunzione di posizioni significative in azioni di società come ViacomCBS e Discovery, utilizzando capitale preso in prestito da diverse banche, tra cui Credit Suisse.

Nel marzo 2021, una rapida diminuzione del valore delle azioni detenute da Archegos ha innescato richieste di margine che il fondo non è stato in grado di soddisfare. Le banche creditrici, inclusa Credit Suisse, hanno dovuto liquidare rapidamente le posizioni, subendo perdite significative. Credit Suisse ha registrato una perdita di circa 5,5 miliardi di dollari, la più elevata tra le istituzioni coinvolte.

La FINMA, l'autorità svizzera di vigilanza sui mercati finanziari, ha concluso che Credit Suisse aveva violato gravemente e sistematicamente la legge sui mercati finanziari nel contesto della sua relazione con Archegos, ordinando misure correttive. Inoltre, è stata multata per 388 milioni di dollari da autorità statunitensi e britanniche per gravi carenze nella gestione del rischio e nella governance.

Il Fallimento di Greensill Capital

Greensill Capital era una società specializzata in finanziamenti della supply chain, che forniva anticipi sui pagamenti ai fornitori basandosi su crediti futuri. Credit Suisse ha collaborato strettamente con Greensill, gestendo fondi di investimento legati a questi finanziamenti per un valore di circa 10 miliardi di dollari. Questi fondi erano venduti agli investitori come strumenti a basso rischio.

Nel marzo 2021, Greensill Capital ha dichiarato insolvenza, innescando la sospensione e successiva liquidazione dei fondi gestiti da Credit Suisse. Gli investitori hanno subito perdite significative, con Credit Suisse che ha stimato perdite potenziali fino a 3 miliardi di dollari. UBS, dopo l'acquisizione di Credit Suisse, ha stanziato 900 milioni di dollari per rimborsare gli investitori colpiti.

La FINMA ha avviato procedimenti contro Credit Suisse, rilevando gravi violazioni degli obblighi di vigilanza nella gestione dei fondi legati a Greensill.

Lo Scandalo dei "Tuna Bonds" in Mozambico

Tra il 2013 e il 2014, Credit Suisse ha facilitato prestiti per oltre 1 miliardo di dollari al governo del Mozambico, destinati a progetti di pesca del tonno e sicurezza marittima. Tuttavia, una parte significativa dei fondi è stata utilizzata per pagare tangenti a funzionari mozambicani e banchieri di Credit Suisse. I prestiti erano garantiti dallo Stato ma non erano stati approvati dal parlamento, violando le leggi locali.

La scoperta dei prestiti non dichiarati ha portato alla sospensione del sostegno finanziario da parte del FMI e della Banca Mondiale, precipitando il Mozambico in una crisi economica e inadempienza sul debito sovrano. Credit Suisse ha affrontato azioni legali e ha accettato di pagare oltre 500 milioni di dollari in sanzioni e di cancellare 200 milioni di dollari di debito mozambicano.

Due ex dirigenti di Credit Suisse, Andrew Pearse e Surjan Singh, sono stati banditi dal settore

finanziario nel Regno Unito per aver accettato tangenti legate ai prestiti al Mozambico. Questo scandalo ha sollevato gravi preoccupazioni sulla cultura aziendale e sull'efficacia dei controlli interni di Credit Suisse.

2.4 Tentativi di risanamento e fallimento delle strategie di recupero

La sezione in esame affronta i tentativi di risanamento avviati da Credit Suisse nel tentativo di superare una crisi di portata globale, esaminandone le cause del fallimento e le ripercussioni sul settore bancario. Nel corso del 2022, è stato intrapreso un piano di ristrutturazione volto a ridurre i costi operativi del 15% entro il 2024, con l'obiettivo di rifocalizzarsi sulle sue attività principali, quali il wealth management e l'investment banking.

Tuttavia, queste misure si sono rivelate insufficienti nel ristabilire la fiducia di investitori e clienti, compromessa dalla percezione di instabilità finanziaria. La debole efficacia di queste iniziative può essere attribuita all'incapacità dell'istituto di affrontare in modo adeguato le preoccupazioni legate alla sostenibilità economica e alla solidità patrimoniale, confermando una generale inadeguatezza strategica.

Gli scandali finanziari che hanno coinvolto Credit Suisse, tra cui quelli legati ad Archegos e Greensill, hanno rappresentato un grave ostacolo alla credibilità della banca, contribuendo a cristallizzarne l'immagine negativa sul mercato. Le perdite derivanti da queste operazioni, superiori ai 10 miliardi di dollari, non solo hanno evidenziato significative carenze nei sistemi di gestione del rischio, ma hanno anche paralizzato gli sforzi di risanamento. Sebbene l'intento di rafforzare la governance interna fosse chiaro, le azioni intraprese sono state insufficienti per contrastare l'erosione della fiducia da parte degli stakeholder, aggravando ulteriormente la crisi e ostacolando la capacità di attrarre nuovi capitali.

Nel corso degli anni, la banca ha cercato di recuperare liquidità e focalizzarsi su attività meno rischiose attraverso una serie di dismissioni. Un esempio di tale strategia è la vendita di alcune sue divisioni, come quella delle attività in gestione patrimoniale in Asia. Inoltre, Credit Suisse

ha cercato di rafforzare la sua posizione finanziaria tramite l'emissione di obbligazioni e la vendita di asset non strategici ma queste operazioni non sono state sufficienti per risolvere i problemi più profondi della banca. La strategia di dismissioni ha ridotto temporaneamente il carico patrimoniale, ma non ha risolto le difficoltà strutturali legate alla governance, alla gestione del rischio e alla necessità di una maggiore capitalizzazione. Inoltre, i risultati economici della banca sono continuati a mostrare segni di debolezza, aumentando la perdita di fiducia tra i clienti e gli investitori.

Sotto la guida di diversi CEO, tra cui Tidjane Thiam e Ulrich Körner, la banca ha cercato di riorientare il proprio modello di business, focalizzandosi sulla gestione patrimoniale e riducendo l'esposizione all'investment banking. Sono stati effettuati tagli significativi al personale e vendite di asset non strategici.

Nel tentativo di migliorare la propria liquidità, Credit Suisse ha cercato inoltre di attuare un piano di aumento del capitale. Tuttavia, tali sforzi si sono dimostrati inutili in assenza di fiducia nei suoi piani, come evidenziato dalla decisione della Saudi National Bank, uno dei principali azionisti, di non fornire ulteriore supporto finanziario alla banca nel marzo 2023. Questo evento ha scatenato un'ondata di fughe di capitali stimata in miliardi, accompagnata da un drastico calo del prezzo delle azioni, che hanno perso il 24% del loro valore in un brevissimo lasso di tempo. Ciò ha dimostrato come gli sforzi di Credit Suisse per stabilizzare il proprio bilancio fossero incapaci di rispondere alle gravi preoccupazioni degli investitori.

Le divisioni interne alla governance hanno aggravato la situazione, rappresentando uno dei principali ostacoli all'effettiva implementazione delle riforme necessarie. Nonostante i molteplici segnali di allarme provenienti dagli scandali finanziari e dalle perdite operative, la dirigenza non è stata in grado di introdurre un controllo interno più rigoroso. Questa mancanza ha contribuito ad aumentare la percezione di instabilità della banca, compromettendo ulteriormente l'efficacia delle strategie di risanamento e impedendo la creazione di un ambiente che potesse generare fiducia sia tra i clienti sia tra gli investitori.

Con il fallimento della Silicon Valley Bank, che ha avuto ripercussioni su scala globale, la banca non è stata in grado di rispondere tempestivamente agli effetti di questo evento, dimostrando gravi lacune nella leadership e nella gestione dei rischi. La mancanza di una strategia reattiva ha esacerbato i problemi di liquidità e minato la già fragile fiducia dei mercati, accelerando il bisogno di un intervento straordinario da parte delle autorità svizzere (Messore & Bonardi, 2023, p. 3; Fagetan, 2024, p. 50).

Gli interventi delle autorità hanno evidenziato che la banca non fosse in grado di superare autonomamente le difficoltà, rendendo necessario il ricorso alla fusione con UBS come soluzione finale. Questo ha posto l'accento sull'incapacità di implementare autonomamente sistemi di controllo efficaci e di generare un piano strategico sufficientemente robusto per affrontare i crescenti rischi di mercato.

Sebbene non esista un diretto legame tra la crisi di Credit Suisse e l'adozione di soluzioni tecnologiche innovative, è interessante osservare come in contesti aziendali e normativi si riscontri spesso una resistenza strutturale al cambiamento. Analogamente ai limiti di governance osservati, Dogan e Medvidović (2023, p. 23) evidenziano che molte istituzioni educative soffrono di una mancanza di pianificazione proattiva per gestire l'innovazione, il che può riflettersi in una limitata capacità di rispondere adeguatamente alle emergenze. Questo paragone sottolinea come una reazione lenta e inefficace possa amplificare le criticità operative e strategiche sia in contesti aziendali sia istituzionali.

Un ultimo elemento da considerare è rappresentato dai limiti di capitalizzazione e dall'esposizione a rischi strutturali in assenza di requisiti normativi adeguati. Vogt e Watter (1995, p. 11) avevano già evidenziato come contesti regolatori più flessibili possano esacerbare la fragilità delle imprese finanziarie. In questo senso, le strategie di risanamento di Credit Suisse non sono riuscite a mitigare queste vulnerabilità, evidenziando un fallimento nel garantire la stabilità a lungo termine dell'istituto.

Questo riflette un complesso intreccio di debolezze interne ed esterne, che spaziano da

insufficienze strategiche a mancanze normative. La banca, nonostante vari tentativi di ristrutturazione, è rimasta intrappolata in un circolo vizioso di perdita di fiducia e instabilità, necessitando di un intervento esterno per evitare un collasso sistemico. I fallimenti osservati offrono spunti significativi per ripensare le strategie e i sistemi di governance, con l'obiettivo di prevenire situazioni analoghe in futuro.

2.5 Descrizione dell'operazione e modalità di attuazione

L'operazione di fusione tra UBS e Credit Suisse si presenta come un caso emblematico di come la gestione delle crisi finanziarie possa influenzare profondamente le scelte strategiche e operative all'interno del settore bancario. Le modalità di attuazione, incluse le decisioni riguardanti la struttura giuridica e le clausole contrattuali, evidenziano la tensione tra urgenza di azione e rispetto delle normative. L'analisi delle eccezioni normative e delle criticità emergenti permette di capire le implicazioni a lungo termine di tali scelte, sia per la governance interna del nuovo gruppo che per il contesto normativo e concorrenziale svizzero nel suo complesso.

2.5.1 Struttura giuridica della fusione (fusione per incorporazione, asset deal vs. share deal)

La fusione tra UBS e Credit Suisse è stata attuata mediante una fusione per incorporazione, una modalità che ha permesso a UBS di assorbire completamente Credit Suisse. Questa scelta ha garantito la continuità operativa e amministrativa delle attività, evitando le complicazioni derivanti da approcci alternativi come l'asset deal o lo share deal, che avrebbero comportato una redistribuzione complessa delle risorse aziendali. La fusione per incorporazione è risultata particolarmente adatta in un contesto di crisi acuta, poiché ha permesso di integrare rapidamente le attività, preservando al tempo stesso la struttura aziendale esistente. Tuttavia, tale decisione è stata criticata poiché il trasferimento diretto delle attività e delle responsabilità non ha consentito un'analisi approfondita degli asset e delle loro potenziali problematiche, una criticità

già emersa in studi precedenti come quelli di Zamora (2013), che evidenziano i rischi associati a una due diligence incompleta in situazioni di rapidità operativa.

La struttura azionaria adottata per la fusione ha previsto un'offerta di 0,76 franchi svizzeri per azione di Credit Suisse, una valutazione significativamente inferiore rispetto ai valori di mercato osservati prima della crisi. Questa scelta ha consentito a UBS di evitare un rilevante esborso di liquidità, ritenuto strategico in un momento di instabilità finanziaria. Tuttavia, il processo negoziale che ha portato a tale offerta è stato percepito come poco trasparente, generando preoccupazioni tra gli azionisti di Credit Suisse, per i quali il valore delle partecipazioni è stato drasticamente svalutato. La mancanza di trasparenza, unita alla compressione dei diritti degli azionisti, ha messo in luce un evidente squilibrio tra la necessità di velocità decisionale e il rispetto dei diritti degli stakeholder, con una notevole pressione sulla governance democratica dell'intero processo (Yang, 2024; Chesney, 2023).

Un elemento centrale della fusione è stata l'adozione di misure normative straordinarie che hanno permesso di derogare al Codice delle Obbligazioni svizzero (CO), bypassando obblighi fondamentali come l'approvazione degli azionisti nelle assemblee generali. Sebbene queste deroghe siano state giustificate dall'urgenza della situazione, hanno creato un precedente giuridico complesso e controverso. La possibilità di escludere gli azionisti dal processo decisionale contrasta con i principi fondamentali di trasparenza e governance partecipativa, generando un dibattito sulla sostenibilità di tali misure nel lungo periodo (Rötheli et al., 2024; Fagetan, 2024). La necessità di rispondere prontamente alla crisi ha reso evidenti i limiti della normativa ordinaria in contesti emergenziali, sollevando interrogativi sull'opportunità di riforme legislative che bilancino flessibilità operativa e tutela degli stakeholder.

Il trasferimento automatico degli obblighi contrattuali e normativi preesistenti di Credit Suisse a UBS è stato un ulteriore aspetto che ha caratterizzato questa fusione per incorporazione. Questa modalità ha facilitato la gestione legale dell'operazione, riducendo i rischi di violazioni contrattuali e regolamentari ma ha inciso negativamente sui creditori subordinati.

La scelta della fusione per incorporazione, se confrontata con altre modalità di acquisizione come gli asset deal, ha mostrato vantaggi significativi in termini di controllo immediato delle attività dell'istituto in crisi. Questo approccio ha rappresentato una soluzione efficace per concentrare le decisioni strategiche e operative sotto un'unica governance, riducendo i tempi di stabilizzazione finanziaria. Tuttavia, tale strategia ha anche amplificato i rischi di concentrazione del mercato, un aspetto precedentemente messo in evidenza da Bottiglioni (2016), che ha sottolineato le implicazioni negative di tali operazioni sul controllo effettivo e sulla trasparenza delle governance.

In questo contesto, è fondamentale riflettere sulla necessità di aggiornare la normativa svizzera per consentire una migliore gestione delle crisi sistemiche, garantendo al contempo una più equa tutela degli stakeholder. La fusione tra UBS e Credit Suisse rappresenta un caso emblematico di come la compressione dei tempi e l'adozione di strumenti normativi straordinari possano portare a decisioni che, pur rispondendo a esigenze di stabilità macroeconomica, sacrificano principi fondamentali di trasparenza e partecipazione. L'analisi di Menegatto (2017) evidenzia come tali decisioni rapide possano compromettere il benessere delle organizzazioni coinvolte, un punto cruciale da considerare per il futuro delle normative di settore.

Nonostante i vantaggi operativi offerti dalla fusione per incorporazione, le critiche legate alla compressione dei diritti degli stakeholder e alla mancanza di trasparenza sottolineano la necessità di un ripensamento normativo per bilanciare meglio le esigenze di stabilità con la protezione degli interessi degli investitori e della governance.

2.5.2 Clausole contrattuali rilevanti

La fusione tra UBS e Credit Suisse ha incluso una serie di clausole contrattuali rilevanti che hanno suscitato ampi dibattiti nel panorama economico e legale. Tra queste, una delle decisioni più controverse ha riguardato l'azzeramento dei bond Additional Tier 1 (AT1) di Credit Suisse

per un valore complessivo di 16 miliardi di franchi svizzeri. Questa misura, adottata dalla FINMA con l'intento di rafforzare i fondi propri di base e preservare la stabilità del sistema finanziario, ha invertito l'ordine tradizionale delle priorità creditizie, penalizzando i creditori subordinati in misura maggiore rispetto agli azionisti. Tale decisione, pur trovando una giustificazione nella normativa emergenziale adottata, ha sollevato ampie polemiche a livello internazionale, alimentando un dibattito sulla protezione giuridica degli investitori in contesti di crisi e sulla sostenibilità di soluzioni che privilegiano la rapidità rispetto alla stabilità normativa (Yang, 2024, p. 3; Rötheli et al., 2024, p. 4).

Un altro elemento chiave è stato il trasferimento automatico degli obblighi normativi e contrattuali esistenti tra Credit Suisse e UBS, reso possibile grazie alla struttura della fusione per incorporazione. Sebbene questo approccio abbia garantito una transizione rapida e senza interruzioni operative, ha tuttavia sollevato preoccupazioni per l'impatto che tale trasferimento avrebbe avuto sulla trasparenza nei rapporti contrattuali e sul rischio di squilibri nella governance post-fusione. La velocità con cui è stata implementata la fusione ha limitato la possibilità di un'analisi approfondita delle passività contrattuali e normative trasferite, creando incertezza tra i diversi stakeholder e potenziali problematiche legali (Yang, 2024, pp. 2-3; Rötheli et al., 2024, p. 4). Tra gli aspetti più discussi ricordiamo il fenomeno del prezzo di 0,76 franchi svizzeri per azione offerto da UBS per l'acquisizione di Credit Suisse. Questa compensazione finanziaria, ritenuta straordinariamente bassa rispetto ai valori di mercato precedenti alla crisi, ha suscitato critiche sia tra gli investitori sia tra gli analisti di settore. La valutazione insufficiente delle azioni è stata percepita come un'ulteriore compressione dei diritti degli azionisti di Credit Suisse, poiché l'offerta è stata accettata senza il loro consenso e in deroga alle procedure ordinarie previste dal diritto societario svizzero. La mancanza di coinvolgimento degli azionisti, e in particolare dei piccoli investitori, ha acuito il malcontento verso le modalità operative della fusione, privandoli della possibilità di influire sui termini dell'operazione. Questo scenario ha alimentato un senso di frustrazione tra i piccoli azionisti,

che hanno percepito di essere stati espropriati di un diritto fondamentale nel determinare il destino dell'istituto finanziario. Tale dinamica contrasta con le disposizioni del Codice delle Obbligazioni svizzero, che normalmente garantiscono un elevato grado di trasparenza e partecipazione (Yang, 2024, p. 3; Rötheli et al., 2024, p. 4). Di conseguenza, le deroghe concesse hanno evidenziato una carenza strutturale nella normativa emergenziale, che non è riuscita a bilanciare adeguatamente l'urgenza operativa con il rispetto dei diritti delle minoranze.

Dal punto di vista finanziario, la compensazione offerta agli azionisti di Credit Suisse ha rappresentato un ulteriore elemento di controversia. Questo valore è stato percepito come insufficiente, soprattutto considerando il progressivo deterioramento del valore del titolo già prima della fusione. L'insoddisfazione degli azionisti è stata amplificata dalla percezione di una sottovalutazione deliberata delle partecipazioni. Il caso ha portato alla luce l'assenza di un quadro normativo consolidato che permetta di stabilire criteri equi e trasparenti per valutare le partecipazioni azionarie durante situazioni di crisi.

Un confronto con casi analoghi, come l'acquisizione di Bear Stearns negli Stati Uniti, mette in evidenza come in altre giurisdizioni sia stata posta maggiore enfasi sulla partecipazione degli azionisti e sulla trasparenza decisionale. Negli Stati Uniti, infatti, sono stati implementati meccanismi per salvaguardare i diritti di voto e garantire condizioni finanziarie più vantaggiose, anche in contesti di emergenza. Questo confronto mette in luce le debolezze dell'approccio svizzero, che sembra aver privilegiato la rapidità di esecuzione a scapito della tutela dei diritti delle minoranze, sollevando interrogativi sull'adeguatezza del modello normativo adottato per gestire fusioni straordinarie.

Le modalità con cui è stata condotta la fusione UBS-Credit Suisse hanno generato molteplici controversie legali e un'ondata di malcontento; infatti, numerosi piccoli azionisti hanno intrapreso azioni legali contro le decisioni delle autorità, mettendo in discussione la legittimità delle deroghe normative e denunciando la mancanza di un'effettiva trasparenza nel processo

decisionale (Fagetan, 2024, p. 51; Abbà & De Vogli, 2007, p. 116).

Tra le clausole più controverse, figura l'autorizzazione concessa dalla FINMA, attraverso un'ordinanza d'emergenza, di bypassare le assemblee generali delle due banche coinvolte. Tale scelta, motivata dalla necessità di agire rapidamente per prevenire il collasso di Credit Suisse, ha sollevato significative perplessità circa la compatibilità con i principi fondamentali di governance partecipativa. Una misura di questo tipo, sebbene giustificata dall'urgenza, crea un precedente giuridico complesso che potrebbe avere implicazioni di lungo termine sulla percezione del sistema giuridico svizzero come garante di trasparenza e diritti degli stakeholder. Per stimolare UBS è stato di cruciale importanza l'inserimento di una garanzia pubblica fino a 9 miliardi di franchi svizzeri da parte del governo svizzero per coprire eventuali perdite future legate agli asset di Credit Suisse. Sebbene questa misura fosse necessaria per incentivare UBS ad accettare l'acquisizione di un istituto in gravi difficoltà, ha generato ampi dibattiti sull'equità della ripartizione dei rischi tra il settore pubblico e quello privato. Da un lato, ciò ha evidenziato l'importanza del ruolo statale nel supportare la stabilità finanziaria; dall'altro, ha sollevato interrogativi circa l'equilibrio tra intervento pubblico e responsabilità privata, una questione che permane centrale nel dibattito normativo e politico (Grünwald, 2023, pp. 4-6; Di Fazio, 2023, p. 11).

L'adozione di deroghe alla normativa bancaria svizzera, inclusa la sospensione temporanea di alcune regole di Basilea III, rappresenta un'altra significativa clausola che ha marcato l'operazione. Tali esenzioni straordinarie hanno agevolato l'esecuzione della fusione, ma hanno al contempo suscitato preoccupazioni sull'efficacia a lungo termine del quadro normativo svizzero. Il confronto con altre fusioni bancarie evidenzia come questa operazione sia stata caratterizzata da un livello senza precedenti di deroghe normative. Rispetto ad altre grandi operazioni, quali l'acquisizione di Bear Stearns durante la crisi finanziaria del 2008, il trattamento degli obbligazionisti subordinati e dei diritti degli azionisti in Svizzera si è contraddistinto per la drastica compressione dei diritti degli stakeholder.

L'approccio delle autorità svizzere nella definizione delle clausole contrattuali ha inoltre consolidato il controllo di UBS sul mercato nazionale del credito e dei depositi, ora pari a circa il 30%. Se tale concentrazione è stata essenziale per risolvere la crisi di Credit Suisse, resta il timore che possa generare futuri squilibri nel mercato bancario svizzero, riducendo la concorrenza e limitando la scelta per consumatori e imprese. Questo aspetto accentua la necessità di monitoraggio continuo degli effetti macroeconomici della fusione e della sostenibilità di un sistema bancario sempre più accentrato (Fagetan, 2024, p. 51; Rötheli et al., 2024, p. 4).

In questo contesto, un'analisi comparativa con altri sistemi bancari, come quello cooperativo europeo, aiuta a comprendere le implicazioni sistemiche dell'operazione UBS-Credit Suisse. Ad esempio, le Volksbanken e Raiffeisenbanken in Germania, che rappresentano circa due terzi del credito distribuito prevalentemente a individui e piccole aziende, dimostrano come un sistema maggiormente frammentato possa ridurre i rischi legati alla concentrazione di mercato. Le banche cooperative in Europa, che rappresentano il 45% delle banche totali e detengono una quota di mercato media del 20%, offrono un modello alternativo più resiliente, caratterizzato da governance partecipativa e maggiore trasparenza (Chieregatti, 2017, pp. 9-11). Confrontando questi esempi con la creazione di un leader bancario concentrato come UBS, emergono preoccupazioni per l'equilibrio competitivo del mercato svizzero e per il potenziale rischio di futuri squilibri sistemici.

L'inclusione di clausole straordinarie riflette una gestione normativa orientata all'emergenza, evidenziando però significative debolezze strutturali nel sistema giuridico svizzero.

2.6 Facciamo un passo indietro, il funzionamento dei bond Additional Tier 1 (AT1)

I bond Additional Tier 1 (AT1) rappresentano strumenti finanziari ibridi essenziali per il rafforzamento della struttura patrimoniale delle banche, rispondendo ai requisiti patrimoniali introdotti da Basilea III. La loro funzione principale è quella di contribuire alla stabilità del

sistema finanziario, in particolare per istituzioni considerate di rilevanza sistemica globale, come Credit Suisse e UBS. Essi sono classificati come fondi propri di base supplementari e svolgono un ruolo cruciale nell'assorbimento delle perdite significative in situazioni di crisi, proteggendo così i depositanti e riducendo i rischi sistemici (Yang, 2024, p. 3; Bühner et al., 2005, p. 104). La loro importanza risulta particolarmente evidente in contesti di elevata vulnerabilità finanziaria, dove il mantenimento di adeguati buffer patrimoniali è essenziale per evitare il collasso di singole istituzioni e, di conseguenza, del sistema economico nel suo complesso.

Una delle peculiarità dei bond AT1 risiede nella loro capacità di essere azzerati o convertiti in equity in caso di grave stress finanziario della banca emittente. Questa caratteristica è stabilita da clausole contrattuali predefinite che disciplinano le modalità e le condizioni di tali interventi, distinguendo così gli AT1 dalle obbligazioni tradizionali e avvicinandoli al capitale azionario. Tuttavia, il livello di subordinazione dei creditori titolari di AT1 è significativamente più elevato rispetto agli obbligazionisti ordinari, il che riflette il maggiore rischio associato a questi strumenti (Auer et al., 2017, p. 68; Yang, 2024, p. 3). Tale rischio è compensato da rendimenti più elevati, che rappresentano un incentivo per gli investitori a includere tali strumenti nel proprio portafoglio, nonostante la loro volatilità e le incertezze legate alla gestione in contesti emergenziali.

Gli AT1 sono stati introdotti come risposta alle crescenti esigenze regolamentari in materia di requisiti patrimoniali per le banche, stabilite dagli accordi di Basilea III. Tali requisiti mirano a garantire che ogni istituzione bancaria mantenga un buffer di capitale sufficiente per coprire eventuali perdite, senza compromettere la sicurezza dei depositi. Tuttavia, questa compliance ha comportato un aumento significativo dei costi operativi per il sistema bancario. In Svizzera, si stima che i costi di conformità rappresentino almeno l'80% dei costi regolamentari totali per il comparto bancario, evidenziando l'impatto economico di queste normative sulle istituzioni finanziarie (Bühner et al., 2005, p. 104). La tensione tra la necessità di rispettare rigorosi

standard normativi e la sostenibilità economica delle banche è un tema di critica che continua a essere dibattuto, soprattutto in contesti di pressione economica globale.

Le criticità emergono in particolare nella gestione degli AT1 in situazioni straordinarie, come fusioni bancarie o crisi sistemiche. L'azzeramento forzato di 16 miliardi di franchi svizzeri di AT1 nel contesto della fusione UBS-Credit Suisse ha suscitato numerosi interrogativi riguardo alla trasparenza del procedimento e alla mancata consultazione dei creditori prima dell'adozione di una misura così drastica (Yang, 2024, p. 3; Zamora, 2013, p. 1). Questo episodio mette in evidenza non solo la necessità di chiarezza nelle clausole contrattuali che regolano tali strumenti, ma anche l'importanza di un processo decisionale che rispetti standard di equità.

Un confronto con altre giurisdizioni evidenzia rilevanti divergenze nell'approccio adottato per la gestione degli AT1. Negli Stati Uniti, ad esempio, l'utilizzo di strumenti simili è stato caratterizzato da maggiore prudenza durante la crisi finanziaria del 2008, limitando al minimo le perdite per gli investitori e garantendo una gestione più trasparente. In Svizzera, invece, l'approccio seguito durante la fusione UBS-Credit Suisse ha evidenziato una flessibilità interpretativa che ha sollevato perplessità nella comunità finanziaria globale. Queste discrepanze sottolineano la mancanza di un quadro normativo internazionale uniforme per la gestione degli AT1, favorendo un dibattito sull'opportunità di armonizzare le regole per garantire maggiore stabilità e coerenza nelle risposte alle crisi.

Il caso UBS-Credit Suisse rappresenta un esempio emblematico delle sfide incontrate nell'utilizzo degli AT1 in contesti emergenziali. La mancanza di trasparenza e di regole predefinite in grado di bilanciare il rigore normativo con la flessibilità operativa ha avuto come conseguenza un indebolimento della fiducia nel sistema normativo svizzero, tradizionalmente considerato tra i più solidi e affidabili a livello globale (Yang, 2024, p. 3; Zamora, 2013, p. 1). Allo stesso tempo, questo evento sottolinea l'importanza di rivedere il quadro regolamentare

per garantire che gli strumenti AT1 possano continuare a svolgere il loro ruolo critico di mitigazione del rischio sistemico senza compromettere la fiducia degli investitori.

2.7 Il ruolo delle autorità svizzere nell'operazione

L'intervento delle autorità svizzere durante la fusione è stato determinante per affrontare una crisi che minacciava la stabilità del sistema finanziario nazionale e globale. Analizzando le misure straordinarie adottate dalla FINMA e dal governo, si approfondiranno le implicazioni giuridiche delle deroghe normative e delle esenzioni antitrust, nonché il loro impatto sulla governance. Questo esame chiarirà come l'approccio svizzero risponda alle necessità di contenimento delle crisi, sollevando al contempo interrogativi sui rischi di compromissione della trasparenza e della partecipazione.

2.7.1 Intervento della FINMA e del governo svizzero, cosa è accaduto realmente

La FINMA (Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari) ha avuto un ruolo centrale sia nella fase precedente sia durante l'operazione di salvataggio. Da mesi monitorava da vicino Credit Suisse e aveva sollecitato la banca ad adottare varie misure di stabilizzazione, che tuttavia si sono rivelate insufficienti a ristabilire la fiducia(finma.ch.) Nel momento culminante della crisi, FINMA ha collaborato strettamente con UBS, le altre autorità svizzere e le controparti internazionali per valutare opzioni di intervento. Quando l'offerta di UBS di rilevare Credit Suisse si è delineata come la soluzione più efficace per tutelare depositanti e mercati, FINMA ha approvato la transazione nel medesimo weekend del 19 marzo 2023. In un comunicato stampa ha dichiarato di accogliere con favore l'acquisizione da parte di UBS, definendola la misura più idonea per garantire la stabilità della piazza finanziaria svizzera e proteggere i clienti di Credit Suisse(finma.chfinma.ch.).

Tra le azioni più rilevanti dell'autorità federale vi è stata l'ordinazione del write-down (azzeramento) come abbiamo visto in precedenza. Nello specifico, a fronte del sostegno statale straordinario deciso il 19 marzo, si è disposto l'azzeramento completo del valore nominale di

tutti i bond Additional Tier 1 di Credit Suisse, aumentando così il patrimonio di base della banca incorporanda.

Cosa c'è alla base di questa decisione? FINMA ha successivamente spiegato la base giuridica di tale scelta: i prospetti dei prestiti obbligazionari AT1 prevedevano contrattualmente il write-down integrale in caso di “evento di viabilità” legato a un sostegno governativo straordinario; proprio il verificarsi di questa circostanza ha attivato le clausole di conversione. Inoltre, un'ordinanza d'urgenza emanata dal Consiglio federale il 19 marzo 2023 autorizzava espressamente l'autorità federale a esigere l'azzeramento dei capitali AT1 in una situazione del genere. In esecuzione di tali basi contrattuali e normative, FINMA ha quindi ordinato a Credit Suisse di annullare le obbligazioni AT1 e comunicare immediatamente la decisione ai portatori dei titoli. Da notare che le obbligazioni Tier 2 di CS non sono state toccate, rimanendo integre. Normalmente un'acquisizione di tale portata avrebbe richiesto varie autorizzazioni e tempi procedurali (inclusa l'eventuale valutazione antitrust). In questo caso, FINMA, di comune accordo con il Governo, ha invocato i poteri eccezionali per bypassare i normali iter autorizzativi, rilasciando il suo benestare alla fusione nel giro di poche ore dalla finalizzazione dell'accordo([swissinfo.ch](https://www.swissinfo.ch)).

La presidente Marlene Amstad, ha dichiarato che l'Autorità ha la competenza di “scavalcare la legge sulla concorrenza per stabilizzare i mercati”, suggerendo che l'analisi antitrust ordinaria poteva essere sospesa data la situazione di emergenza. In effetti la Commissione della concorrenza (COMCO) non è stata consultata prima di procedere; solo a posteriori essa ha redatto un rapporto (settembre 2023) rilevando potenziali problemi concorrenziali e raccomandando ulteriori approfondimenti. Marlene Amstad, ha comunque assicurato che sorveglierà da vicino l'integrazione tra UBS e Credit Suisse sotto il profilo del rispetto delle norme prudenziali e della stabilità([reuters.com](https://www.reuters.com)). A tal fine, ha già comunicato che richiederà a UBS di aggiornare i suoi piani di risanamento d'emergenza e di rafforzare progressivamente i buffer patrimoniali richiesti per un'entità di dimensioni accresciute.

In sintesi, l'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari ha agito come regista tecnico dell'operazione: prima vigilando sulla crisi di CS, poi facilitando la soluzione privata rispetto ad alternative più draconiane, e infine utilizzando i propri poteri per implementare le misure necessarie. L'obiettivo dichiarato è stato in ogni momento la tutela dei depositanti e la continuità operativa delle attività bancarie, obiettivo che è stato raggiunto senza interruzioni dei servizi finanziari essenziali.

Il Consiglio federale, ovvero il governo collegiale svizzero, ha invece fornito l'indispensabile fondamento legale ed economico all'operazione di salvataggio. Già nei giorni precedenti al weekend cruciale, il Dipartimento federale delle finanze (DFF) e la presidente della Confederazione Alain Berset erano in allerta per le sorti di Credit Suisse, in contatto con UBS e con le banche centrali di altri Paesi per sondare soluzioni. Di fronte al precipitare degli eventi, il 19 marzo 2023 il Consiglio federale ha adottato un pacchetto di misure straordinarie per consentire l'acquisizione di Credit Suisse da parte di UBS (it.marketscreener.com). Tali misure sono state varate ricorrendo al cosiddetto "diritto di necessità" previsto dalla Costituzione federale: in situazioni di grave minaccia per l'ordine pubblico o gli interessi del Paese, l'esecutivo può emanare ordinanze urgenti fondate direttamente sugli art. 184 cpv. 3 e 185 cpv. 3 Cost.. In questo caso, il Governo ha dichiarato che la stabilità del sistema finanziario nazionale costituiva un interesse della massima rilevanza tale da giustificare l'uso di poteri straordinari. In particolare, il Consiglio federale ha emanato un'ordinanza d'urgenza che ha introdotto le basi legali temporanee per:

-Liquidità aggiuntiva della BNS: ossia per permettere alla Banca Nazionale Svizzera di concedere a Credit Suisse speciali prestiti di emergenza con privilegio in caso di fallimento, ovvero crediti prededucibili rispetto agli altri debiti della banca (condizione necessaria per proteggere la BNS dal rischio di perdita). Tale ordinanza ha anche autorizzato la Confederazione a garantire questi prestiti straordinari della BNS, fino a un ammontare di CHF

100 miliardi, coprendo dunque il rischio di insolvenza della banca assistita. In pratica, il Governo ha creato le basi per un meccanismo di public liquidity backstop ,già abbozzato in precedenza ma mai attivato, fornendo liquidità pubblica in ultima istanza a una banca sistemica in difficoltà.

-Garanzia sui rischi per UBS: fornire a UBS una garanzia federale fino a CHF 9 miliardi per proteggerla da perdite eccezionali su asset di bassa qualità ereditati da Credit Suisse. Questa clausola è stata determinante per convincere UBS ad accollarsi CS: la Confederazione coprirà eventuali perdite oltre una certa soglia su un portafoglio di attivi di CS che UBS acquisisce, dopo che UBS stessa avrà sopportato i primi 5 miliardi di perdite(financialounge.com swissinfo.ch).

Ciò limita il downside finanziario per UBS, trasferendo una parte del rischio al settore pubblico (seppur in extremis, qualora le perdite superassero i 5 mld iniziali).

Parallelamente all’emanazione dell’ordinanza, il Consiglio federale ha dovuto coinvolgere il Parlamento per gli aspetti finanziari: ha richiesto alla Delegazione delle finanze delle Camere federali (un organo parlamentare ristretto che può decidere in situazioni d’urgenza) l’approvazione di un credito d’impegno urgente a copertura delle garanzie concesse (in particolare per i 9 miliardi di protezione perdite). Tale autorizzazione straordinaria è stata effettivamente accordata dalla delegazione il 19 marzo stesso, conferendo base finanziaria alle garanzie statali, successivamente, il Governo avrebbe dovuto presentare un messaggio parlamentare per far ratificare (a posteriori) l’ordinanza d’urgenza dalle Camere entro il limite costituzionale.

Nei comunicati ufficiali, il Consiglio federale ha motivato il proprio intervento sottolineando la tutela dei depositanti e della stabilità finanziaria come obiettivi primari: “Con questa serie di misure, il Consiglio federale ribadisce la sua disponibilità ad adottare i provvedimenti necessari per tutelare i detentori di depositi e la stabilità della piazza finanziaria svizzera”. Ha aggiunto

che i sostegni di liquidità della BNS, vecchi e nuovi, insieme alle riserve di liquidità di Credit Suisse, erano ritenuti sufficienti a garantire l'operatività di CS fino al completamento dell'acquisizione. Il Governo ha posto rigorose condizioni all'uso degli aiuti: ad esempio, l'accesso ai prestiti emergenziali è subordinato a stringenti requisiti di solvibilità e liquidità e al pagamento di commissioni di rischio e interessi (CS dovrà versare premi di rischio sia alla Confederazione che alla BNS per remunerare le garanzie e i prestiti ricevuti). Inoltre, il Consiglio federale ha annunciato provvedimenti sulle remunerazioni: ha di fatto bloccato i bonus del management di Credit Suisse e prospettato conseguenze per i responsabili della cattiva gestione, misure volte a contenere l'azzardo morale.

La Banca Nazionale Svizzera (BNS), in questa operazione complessa, ha fornito il supporto tecnico-finanziario indispensabile per la riuscita dell'operazione, mettendo in campo risorse di liquidità senza precedenti. In qualità di banca centrale, la BNS ha il mandato di contribuire alla stabilità del sistema finanziario. Già il 16 marzo, di fronte ai primi segnali di fuga dei depositi, la BNS era intervenuta concedendo a Credit Suisse un prestito emergenziale di CHF 50 miliardi (sotto forma di facilità di liquidità a breve termine) per tamponare l'emorragia. Tuttavia, quell'intervento non era bastato a ristabilire la fiducia. Nel fine settimana successivo la BNS, pur essendo formalmente indipendente, ha operato in stretta sinergia con il Governo e FINMA per predisporre un paracadute di liquidità molto più ampio in favore sia di Credit Suisse che di UBS durante la fase di transizione.

Il 19 marzo 2023, contestualmente all'annuncio dell'acquisizione, il presidente della BNS Thomas Jordan ha dichiarato che la BNS era pronta a mettere a disposizione delle due banche liquidità addizionale fino a 200 miliardi di franchi. Questa cifra colossale comprende due linee di credito emergenziali distinte, previste dall'ordinanza federale di necessità:

-Un primo prestito di assistenza di liquidità (ELA+) fino a CHF 100 miliardi, utilizzabile sia da Credit Suisse sia da UBS, con privilegio in caso di fallimento. Si tratta di finanziamenti erogati dalla BNS coperti da privilegi legali speciali, introdotti per assicurare che in caso di insolvenza

della banca beneficiaria la BNS venga rimborsata con priorità (riducendo il rischio per la banca centrale). Questo strumento innovativo è stato attivato grazie all'ordinanza d'urgenza, in quanto la legislazione ordinaria non contemplava prestiti con privilegio fallimentare di tale portata a favore di banche commerciali.

-Un secondo prestito di liquidità con garanzia federale fino a CHF 100 miliardi esclusivamente per Credit Suisse. In questo caso la BNS eroga fondi ulteriori a CS, ma con la Confederazione che funge da garante di ultima istanza: eventuali perdite subite dalla BNS su questo specifico prestito verrebbero quindi coperte dallo Stato fino al plafond stabilito. Questo schema riprende il concetto di Public Liquidity Backstop (PLB) discusso negli anni precedenti (come misura too big to fail), implementandolo per decreto urgente.

In totale, quindi, la BNS ha garantito a Credit Suisse ed UBS un cuscinetto di liquidità di emergenza di dimensioni straordinarie (fino a 200 miliardi), tale da assicurare i mercati che entrambe le banche avrebbero potuto far fronte senza problemi ai propri obblighi di pagamento durante il periodo dell'integrazione. È importante sottolineare che tali finanziamenti sono stati resi disponibili immediatamente: già dalla sera del 19 marzo Credit Suisse ha potuto attingere alle nuove facility di liquidità. La BNS stessa, nel suo comunicato, ha affermato che fornendo abbondante liquidità essa adempiva il suo mandato di stabilizzazione e operava in stretto contatto con il governo e FINMA per il buon esito dell'operazione.

Il ruolo della BNS è stato dunque quello di prestatore di ultima istanza potenziato: ha messo a disposizione fondi ben superiori a quelli di qualsiasi altro salvataggio nella storia svizzera, basti pensare che nel 2008, per il salvataggio di UBS, si parlò di 6 miliardi di iniezione statale e alcuni decine di miliardi di liquidità, ordini di grandezza nettamente inferiori(stach.ch). La credibilità e l'impegno finanziario della banca centrale sono stati fattori chiave nel convincere i mercati che "Credit Suisse non sarebbe fallita" da lì al completamento della fusione. Dal punto di vista operativo, la BNS ha dovuto coordinarsi anche con altre banche centrali: l'annuncio del 19 marzo è stato seguito da un'azione concertata di varie banche centrali (Fed, BCE, BoE, ecc.)

per aumentare l'accesso alla liquidità in dollari, segno che il supporto alla fusione CS-UBS faceva parte di uno sforzo globale di contenimento del contagio.

Va notato infine che le misure della BNS sono temporanee e condizionate: i prestiti d'emergenza dovranno essere rimborsati (come poi avvenuto nei mesi seguenti, con la restituzione integrale entro agosto 2023 dei crediti utilizzati da CS) e le garanzie federali decadranno se non utilizzate entro un certo termine. La straordinarietà di questo intervento è stata ribadita anche dal punto di vista istituzionale: non deve costituire un precedente di routine, ma uno strumento eccezionale per circostanze eccezionali. BNS e autorità si sono dette fiduciose che, con l'integrazione di CS in UBS completata, tali supporti possano essere ritirati il prima possibile, come poi avvenuto, con la cessazione anticipata sia del backstop di liquidità sia della garanzia da 9 miliardi annunciata da UBS nel mese di agosto 2023.

2.7.2 Confronto con operazioni analoghe nel settore bancario

Il confronto tra la fusione tra UBS e Credit Suisse e altre operazioni analoghe nel settore bancario offre un'opportunità significativa per analizzare le peculiarità del caso svizzero. Una delle caratteristiche principali che distinguono questa operazione è stata del processo decisionale. A differenza della fusione tra Deutsche Bank e Postbank, che si è sviluppata attraverso un processo graduale e con un ampio coinvolgimento delle assemblee degli azionisti e delle autorità regolatrici, il caso UBS-Credit Suisse è stato caratterizzato dall'adozione di misure straordinarie che hanno accelerato il processo ignorando le procedure previste. Le controversie di ciò che è successo si discostano nettamente dalle pratiche adottate in operazioni analoghe, come ad esempio l'acquisizione di Bear Stearns da parte di JPMorgan Chase durante la crisi finanziaria del 2008. In quell'occasione, i creditori subordinati non subirono perdite di pari entità, poiché l'approccio adottato mirava a bilanciare la stabilità finanziaria con la protezione dei diritti degli investitori. La decisione della FINMA di invertire le tradizionali priorità creditizie ha quindi evidenziato una maggiore flessibilità normativa in

Svizzera, ma ha anche alimentato un dibattito sui rischi a lungo termine derivanti da tali scelte eccezionali e sulla loro sostenibilità giuridica (Fagetan, 2024; Yang, 2024; Pettitt et al., 2020). La concentrazione che si è creata nel settore bancario svizzero contrasta con le normative antitrust più stringenti applicate in altre giurisdizioni, come l'Unione Europea, dove fusioni bancarie di dimensioni significative sono sottoposte a rigorose revisioni per prevenire squilibri di mercato. La conseguente posizione dominante di UBS solleva preoccupazioni per i potenziali effetti negativi sulla concorrenza e sulle scelte disponibili per consumatori e imprese, indicando una necessità di monitoraggio continuo per valutare l'impatto a lungo termine di questa operazione.

Un'altra caratteristica distintiva del caso UBS-Credit Suisse è stata la semplificazione procedurale che ha permesso di bypassare le assemblee generali degli azionisti. In contesti internazionali, come negli Stati Uniti o nell'Unione Europea, fusioni di questa portata normalmente richiedono l'approvazione degli azionisti e un alto grado di trasparenza decisionale.

Sebbene operazioni come l'acquisizione di Fortis Bank abbiano presentato simili controversie legali, l'entità della svalutazione in Svizzera e le misure straordinarie adottate hanno reso il caso particolarmente complesso. Questo non solo solleva quesiti sulla protezione degli investitori ma crea anche un precedente che potrebbe influire sul trattamento dei creditori subordinati in futuri contesti di crisi (Yang, 2024; Fagetan, 2024).

Nel confronto con i mercati bancari asiatici, dove sovente i fondi sovrani svolgono un ruolo diretto per garantire la stabilità finanziaria, il caso UBS-Credit Suisse si distingue per l'approccio alternativo adottato dalle autorità svizzere. Questa differenza evidenzia come le scelte adottate riflettano priorità diverse nelle varie giurisdizioni e offrono spunti per una riflessione più ampia sui limiti e le implicazioni di tali interventi (Alvaro & Ciccaglioni, 2012; Rötheli et al., 2024).

La fase di integrazione post-fusione è un ulteriore aspetto che presenta criticità rilevanti. Studi

precedenti indicano che il 43% delle fusioni bancarie non raggiunge prestazioni comparabili a quelle dei concorrenti, spesso a causa di problematiche gestionali e di integrazione culturale. Questa sfida è particolarmente rilevante per UBS, data la complessità derivante dall'unione della propria cultura aziendale con quella di Credit Suisse, e richiederà strategie mirate per superare potenziali difficoltà. Inoltre, l'80% dei programmi di cambiamento nelle grandi organizzazioni non riesce a conseguire gli obiettivi iniziali, enfatizzando ulteriormente l'importanza di un'adeguata pianificazione e implementazione nella fase post-fusione (Pettitt et al., 2020).

Nella fase di due diligence, la gestione della sicurezza dei processi (PSM) è spesso un elemento cruciale per identificare e mitigare rischi operativi e contrattuali. Tuttavia, nel nostro caso, la rapidità del processo decisionale potrebbe aver limitato l'approfondimento necessario, aumentando l'esposizione a rischi imprevisti. La mancanza di un'analisi dettagliata delle passività trasferite tra le istituzioni potrebbe comportare conseguenze legali ed economiche a lungo termine, enfatizzando la necessità di strategie preventive.

2.7.3 Confronto con fusioni bancarie in altri contesti giuridici

Per contestualizzare le peculiarità della fusione, è utile raffrontarla con precedenti operazioni di salvataggio o consolidamento bancario avvenute in altri ordinamenti durante crisi finanziarie. In particolare, entrando nello specifico dei casi citati precedentemente, esamineremo: (a) il caso dell'acquisizione emergenziale della banca d'investimento statunitense Bear Stearns da parte di JPMorgan Chase nel 2008, nel pieno della crisi finanziaria globale; (b) il caso della fusione, in un contesto più recente e regolamentato, tra le banche spagnole Bankia e CaixaBank (2020–2021). Questi esempi metteranno in luce differenze significative sul piano della procedura seguita, della trasparenza verso il mercato e della protezione accordata a soci e stakeholder, evidenziando come la risposta svizzera del 2023 si collochi su un estremo del continuum interventistico.

Il caso Bear Stearns – JPMorgan (USA, 2008)

L'acquisizione di Bear Stearns da parte di JPMorgan Chase nel marzo 2008 presenta alcune analogie di contesto con Credit Suisse–UBS (entrambi salvataggi lampo di istituti sistemici in crisi di liquidità), ma è stata gestita nell'ordinamento statunitense con strumenti e procedure in parte differenti, più rispettosi delle prassi societarie ordinarie. Bear Stearns, importante banca d'investimento americana, si trovò a un passo dal collasso nel marzo 2008. Su pressione della Federal Reserve e del Dipartimento del Tesoro USA, si negoziò nel giro di pochi giorni la sua cessione a JPMorgan a un prezzo simbolico iniziale di 2 dollari per azione, poi portato a 10 dollari per calmare le proteste(reuters.com). Diversamente dal caso svizzero, però, negli Stati Uniti non fu emanata alcuna norma emergenziale per imporre la fusione unilateralmente. Al contrario, si seguì (pur in tempi accelerati) la procedura di fusione prevista dal diritto societario e borsistico: fu stipulato un accordo di fusione fra Bear Stearns e JPMorgan (16 marzo 2008) e questo venne sottoposto all'approvazione formale degli azionisti di Bear Stearns in assemblea. Nei circa due mesi tra l'accordo e il closing, si svolse un intenso dibattito pubblico e legale: alcuni azionisti, come fondi pensione, intentarono azioni in tribunale per bloccare manovre ritenute lesive dei propri diritti di voto. In particolare, JPMorgan ottenne da Bear Stearns l'emissione immediata di un blocco di nuove azioni pari al 39,5% del capitale (destinate a JPMorgan stessa) per assicurarsi una posizione di controllo e facilitare l'esito positivo della votazione(reuters.com). Questo stratagemma venne criticato in quanto "ingegneria societaria" tesa a diluire il potere di voto dei soci preesistenti e garantire a JPMorgan una maggioranza di fatto. Nonostante contestazioni e verifiche, la procedura assembleare andò avanti: il 29 maggio 2008 gli azionisti di Bear Stearns furono convocati in assemblea straordinaria presso la sede di New York e approvarono la fusione a larghissima maggioranza, circa l'84% di voti furono favorevoli. JPMorgan, grazie anche alle azioni acquisite anticipatamente (arrivate al 49,5% del capitale totale), ottenne l'ok formale dei soci Bear Stearns, sancendo legalmente la fusione il

giorno successivo.

Questo caso evidenzia alcune differenze procedurali sostanziali rispetto a UBS–Credit Suisse: in primis, il voto assembleare dei soci della banca in dissesto ebbe comunque luogo, come richiesto dal diritto societario Delaware (stato di incorporazione di Bear Stearns) e dalle norme federali USA. Pur condizionata da accordi e incentivi, la volontà dei soci fu espressa in un contesto formale, con tanto di invio di una proxy statement informativa e rispetto (seppur forzato) delle tempistiche minime di convocazione. Ciò implica che i soci Bear Stearns ebbero tecnicamente l'opportunità di rifiutare l'offerta se l'avessero ritenuta troppo penalizzante, opportunità che gli azionisti Credit Suisse non hanno mai avuto ufficialmente. In secondo luogo, vi fu maggiore trasparenza: l'operazione fu annunciata pubblicamente sin dal 16 marzo 2008, i termini furono divulgati e soggetti al dibattito mediatico, e documenti rilevanti (es. il merger agreement e il successivo proxy statement) furono depositati presso la SEC e accessibili agli investitori. Ciò ha offerto agli stakeholder (azionisti, obbligazionisti, controparti di mercato) un quadro informativo più completo e un (seppur breve) periodo per adeguarsi alla nuova realtà. In terzo luogo, la protezione degli stakeholder, pur non essendo stata l'obiettivo primario (l'operazione mirava soprattutto a evitare il fallimento disordinato), ha avuto esiti diversi: gli azionisti Bear Stearns, grazie anche alle dinamiche assembleari, hanno visto il corrispettivo per le loro azioni quintuplicare (da \$2 a \$10 per azione) sotto la pressione dell'opinione pubblica e delle azioni legali, ottenendo quindi un trattamento meno punitivo di quanto inizialmente prospettato. Gli obbligazionisti e creditori di Bear Stearns furono tutelati dall'intervento (JPMorgan si accollò i debiti e la Fed garantì un portafoglio di \$30 miliardi di asset deteriorati [washingtonpost.com](http://www.washingtonpost.com)), evitando perdite dirette; analogamente i clienti e controparti furono rassicurati dalla continuità aziendale assicurata da JPMorgan. Anche sul fronte occupazionale, sebbene circa il 60% dei 14.000 dipendenti Bear Stearns sia stato poi licenziato o abbia lasciato (dato il ridimensionamento e la sovrapposizione di ruoli), va notato che JPMorgan non assunse impegni occupazionali specifici, ma il processo fu graduale e gestito

nell'ambito di piani di integrazione ordinari, non con l'azzeramento immediato di funzioni. Infine, dal punto di vista regolamentare, le autorità USA, come la Federal Reserve, intervennero con misure di sostegno finanziario ma non sospesero le leggi antitrust o societarie: l'operazione passò anche il vaglio dell'antitrust federale senza particolari obiezioni, poiché JPMorgan e Bear Stearns operavano in mercati investment banking, dove rimanevano concorrenti globali forti, e soprattutto perché la fusione era considerata necessaria per la stabilità (circostanza che la DOJ/FTC tennero in conto senza però dover ricorrere a deroghe legislative come in Svizzera). In sintesi, il caso Bear Stearns dimostra che anche in situazioni di crisi acuta è possibile seguire, sebbene con qualche forzatura negoziale, un percorso di fusione ordinato e mediato dal voto degli azionisti, evitando di annullarne completamente i diritti; ciò ha comportato un leggero rallentamento (due mesi anziché due giorni), ma ha garantito maggiore legittimazione e mitigazione degli impatti per alcuni stakeholder.

Il caso Bankia – CaixaBank (Spagna, 2020–21)

Un altro utile termine di paragone proviene dall'Europa, in un contesto meno emergenziale ma comunque di consolidamento bancario post-crisi: la fusione tra Bankia e CaixaBank in Spagna. In questo caso, a differenza di Bear Stearns e Credit Suisse (banche travolte da crisi improvvise), Bankia versava da tempo in condizioni controllate ma critiche ed era partecipata dallo Stato a seguito di un precedente salvataggio pubblico. Nel 2020, complici le pressioni derivanti dalla pandemia COVID-19 e i tassi di interesse bassi, si decise di fondere Bankia (quarto gruppo bancario spagnolo, di cui il governo deteneva il 61,8% tramite il FROB) con CaixaBank (terzo gruppo, di natura privata ma con forte partecipazione della fondazione bancaria La Caixa al 40%). La fusione non avvenne in un fine settimana di crisi, bensì fu pianificata nell'arco di vari mesi: le trattative riservate iniziarono a metà 2020, con un annuncio preliminare a settembre 2020 e un accordo di fusione definito entro la fine di quell'anno [reuters.com](https://www.reuters.com). La procedura seguita rappresenta il modello canonico di fusione in ambito UE: i

consigli di amministrazione delle due banche hanno negoziato i termini dell'operazione (rapporto di cambio, governance post-fusione, piano industriale), assistiti da advisor finanziari indipendenti che hanno redatto fairness opinion sull'equità del concambio per i rispettivi azionisti di minoranza. Una volta raggiunto l'accordo, è stato sottoposto all'attenzione del mercato con la dovuta trasparenza: entrambe le banche hanno comunicato al pubblico i dettagli essenziali e hanno convocato le rispettive assemblee degli azionisti per deliberare sulla fusione. In particolare, agli inizi di dicembre 2020 si sono tenute le Assemblee Straordinarie di CaixaBank e di Bankia, nelle quali la fusione per incorporazione di Bankia in CaixaBank è stata approvata con larga maggioranza dei voti favorevoli(caixabank.com). Trattandosi di società quotate spagnole, l'operazione ha richiesto il voto favorevole di almeno due-terzi del capitale rappresentato in ciascuna assemblea, soglia ampiamente superata anche grazie alla posizione determinante dei maggiori azionisti: lo Stato per Bankia e la fondazione La Caixa per CaixaBank, entrambi favorevoli. Dopo l'approvazione assembleare, la fusione ha ottenuto tutte le autorizzazioni regolamentari previste: in primis il via libera da parte delle autorità di vigilanza bancaria (Banca di Spagna e Banca Centrale Europea, nell'ambito dell'Unione Bancaria, trattandosi di banche significative), nonché il nulla osta dell'autorità antitrust spagnola (CNMC). Su quest'ultimo fronte, va evidenziato che la nuova CaixaBank risultante dalla fusione sarebbe diventata la banca leader in Spagna con circa il 24% dei depositi e il 26% dei prestiti dell'intero sistema bancario nazionale caixabank.com. Tali quote, sebbene significative, non hanno impedito l'autorizzazione: la CNMC ha valutato che il mercato bancario spagnolo rimanesse sufficientemente competitivo grazie alla presenza di altri grandi operatori (Santander, BBVA e le restanti banche) e ha approvato la fusione probabilmente imponendo solo impegni minori come la cessione di qualche sportello nelle aree di eccessiva concentrazione locale. In ogni caso, il processo si è svolto nel pieno rispetto delle normative UE e spagnole sulle concentrazioni, senza alcuna deroga emergenziale, dato che non vi era una crisi acuta ma piuttosto un progetto strategico sostenuto dalle autorità per rafforzare il settore.

La fusione si è perfezionata legalmente a marzo 2021 con l'iscrizione dell'atto di fusione presso il Registro delle imprese spagnolo caixabank.com.

Le differenze rispetto al caso UBS–CS sono marcate su vari piani. Procedura societaria e trasparenza: innanzitutto, in Bankia–CaixaBank si è svolto un iter ordinato e trasparente: i soci di entrambe le banche hanno avuto tempo e modo di informarsi tramite documenti informativi obbligatori pubblicati prima dell'assemblea e di esprimersi con un voto formale. Ciò non solo rispetta il diritto degli azionisti, ma contribuisce alla legittimazione dell'operazione agli occhi del mercato. Nel caso spagnolo, infatti, non si sono registrate significative contestazioni legali da parte delle minoranze, in quanto il processo è apparso fair e condiviso: il rapporto di cambio concordato ha tenuto conto delle valutazioni di mercato e degli advisor, evitando penalizzazioni arbitrarie di una parte. Protezione degli azionisti di minoranza: entrambi i gruppi avevano azionisti diffusi oltre ai dominanti, e per questi ultimi sono state previste tutele come il diritto di recesso poiché in Spagna, come in Italia, i soci dissenzienti da fusioni possono esercitare il recesso a un prezzo equo di liquidazione. Nel caso UBS–CS, invece, i soci Credit Suisse non hanno avuto né voto né diritto di uscita, trovandosi obbligati a divenire azionisti UBS a condizioni prefissate. Contesto di trasparenza regolamentare: la fusione Bankia–Caixa è stata compresa all'interno di una strategia di sistema (riduzione numero banche, aumento efficienza) comunicata dalle autorità spagnole come operazione di rafforzamento strutturale del settore bancario. Ciò ha favorito un clima di fiducia e accettazione, ben diverso dal clima polemico e di sfiducia generatosi in Svizzera per la natura improvvisa e imposta del deal UBS–CS reuters.com. Stakeholder diversi dagli azionisti: nel caso spagnolo, non essendo un salvataggio di emergenza, non vi è stata lesione dei diritti dei creditori; infatti, nessun bond è stato azzerato e non ci sono stati interventi pubblici straordinari a copertura di perdite. Anzi, lo Stato azionista di Bankia ha potuto valorizzare la propria partecipazione tramite la fusione diventando azionista di circa il 16% della nuova CaixaBank con prospettiva di recuperare parte dei fondi pubblici investiti nel salvataggio originario di Bankia. Sul versante occupazionale, anche qui la fusione

ha comportato un rilevante piano di esuberi (circa 6.000 uscite volontarie/incentivate nei due anni successivi, su oltre 44.000 dipendenti totali combinati), ma tali misure sono state negoziate con le organizzazioni sindacali in un processo relativamente trasparente e concertato, tipico delle ristrutturazioni non emergenziali. In sintesi, Bankia–CaixaBank rappresenta un modello di fusione “ordinata” in cui, pur essendovi l’interesse pubblico di rafforzare il sistema bancario, le regole societarie e di mercato sono state rispettate, garantendo un equilibrio tra efficienza dell’operazione e tutela degli stakeholder. Questo modello si pone quasi all’opposto rispetto al precedente svizzero del 2023, dove l’eccezionalità della situazione ha portato a sospendere garanzie e procedure standard.

Considerazioni conclusive sul confronto: Dal raffronto di questi casi emerge come l’operazione UBS–Credit Suisse sia stata caratterizzata da un livello di intervento pubblico e sospensione delle regole significativamente maggiore rispetto ad analoghe fusioni o acquisizioni in altri contesti. Negli Stati Uniti, anche in una crisi acuta come quella di Bear Stearns, si è esitato ad annullare del tutto il processo assembleare, preferendo soluzioni contrattuali e di mercato, per quanto straordinari, per ottenere il risultato voluto, con un certo bilanciamento degli interessi in gioco. Nell’Unione Europea, come visto con Bankia–CaixaBank, l’approccio è stato quello di conciliare stabilità e disciplina di mercato, ricorrendo a strumenti ordinari (fusioni volontarie, approvate dai soci e autorizzate dalle authority) anche per perseguire finalità di sistema. Il caso svizzero 2023 invece pone in rilievo una filosofia più interventista: di fronte al rischio sistemico imminente, l’ordinamento ha scelto di privilegiare la celerità e la certezza del risultato a scapito della trasparenza e della partecipazione degli stakeholder. Ciò ha comportato critiche sulla tenuta dello rule of law societario e concorrenziale in [Svizzera.reuters.com](https://www.svizzera.reuters.com), nonché potenziali conseguenze sulla fiducia degli investitori esteri verso il mercato [svizzera.reuters.com](https://www.svizzera.reuters.com). D’altro canto, va riconosciuto che ogni ordinamento reagisce in base agli strumenti giuridici di cui dispone e alla gravità della situazione concreta: la fusione UBS–CS è avvenuta nel giro di poche ore per scongiurare una catastrofe finanziaria globale, un contesto limite in cui le autorità

elvetiche hanno ritenuto di dover derogare a principi cardine del diritto societario. Il confronto internazionale aiuta a evidenziare questi trade-off: dove il processo ordinario è rispettato, come negli USA e in Spagna, la legittimazione e la tutela degli stakeholder risultano maggiori, ma forse a prezzo di una minore tempestività; dove, come in Svizzera, si opta per l'emergenza pura, si guadagna in velocità e probabilmente in efficacia immediata, ma si espongono a rischio i diritti dei soggetti coinvolti e la prevedibilità del quadro giuridico. Per il diritto societario e dei mercati, il caso UBS–Credit Suisse resterà dunque un importante riferimento di studio, sollevando quesiti sull'equilibrio tra eccezione e regola, tra stabilità sistemica e diritti degli stakeholder, che le future riforme dovranno considerare attentamente.

2.8 Il ruolo della stampa e della comunicazione mediatica nella crisi di fiducia in Credit Suisse

La crisi di Credit Suisse è stata amplificata e in parte alimentata dalla copertura mediatica e dalle comunicazioni pubbliche, che hanno influenzato pesantemente la fiducia degli investitori e dei clienti. Sin dall'autunno 2022, una serie di titoli allarmistici e indiscrezioni di mercato ha contribuito a generare panico. Ad esempio, nel primo weekend di ottobre 2022 sui social media si diffusero paragoni tra Credit Suisse e Lehman Brothers, insinuando che la banca elvetica fosse “sull'orlo del collasso”. Queste voci, riprese dai media tradizionali, innescarono un immediato crollo del titolo e un'impennata dei credit default swap (CDS) della banca: il 5-year CDS di Credit Suisse schizzò a 355 punti base (da soli 57 a inizio anno) – il livello più alto da oltre due decenni [reuters.com](https://www.reuters.com) – mentre le azioni precipitarono intraday di oltre l'11% toccando minimi record (circa 3,64 \$ per azione) [aljazeera.com](https://www.aljazeera.com) [reuters.com](https://www.reuters.com). L'episodio evidenzia come rumor e titoli sensazionalistici possano rapidamente erodere la reputazione di una banca, creando una crisi di fiducia autoavverante.

Consapevole di questi rischi, il management di Credit Suisse cercò di utilizzare la comunicazione ufficiale per tamponare la sfiducia. Il nuovo CEO Ulrich Körner inviò il 30

settembre 2022 un memorandum interno – subito filtrato alla stampa – in cui esortava a “non confondere l’andamento giornaliero del prezzo azionario con la solidità patrimoniale e di liquidità della banca”, ribadendo che Credit Suisse disponeva di un “strong capital base and liquidity position”. Tuttavia, lungi dal rassicurare il mercato, questa comunicazione ebbe un effetto opposto: molti commentatori interpretarono il bisogno di rassicurare come un segnale di allarme, e il memo “anziché calmare gli investitori, ha innescato una rinnovata ansia sulla tenuta della banca”. In risposta al panico, i dirigenti trascorsero il fine settimana successivo in contatto attivo con i grandi clienti e controparti per rassicurarli sulla liquidità e patrimonializzazione dell’istituto. Nello stesso frangente, un dirigente smentì tramite il Financial Times le voci secondo cui la banca avrebbe già sondato gli investitori per un aumento di capitale, insistendo che Credit Suisse volesse evitarlo visto il titolo ai minimi. Questa combinazione di smentite ufficiali e rassicurazioni “dietro le quinte” evidenzia il ruolo delicato della comunicazione: un equilibrio tra trasparenza e contenimento del panico.

Nel corso dei mesi successivi, la stampa finanziaria ha continuato a seguire da vicino ogni dichiarazione ufficiale, spesso influenzando direttamente l’andamento del titolo Credit Suisse. Un esempio lampante è l’intervista concessa il 1° dicembre 2022 dal presidente Axel Lehmann, il quale dichiarò al Financial Times che dopo i forti deflussi di ottobre i flussi si erano “completely flattened out” e in parte invertiti, sostenendo che la situazione si stava stabilizzando. Il giorno seguente, ribadì a Bloomberg Television che i deflussi si erano “praticamente fermati”. Tali rassicurazioni pubbliche ebbero un immediato effetto positivo: le azioni Credit Suisse risalirono del 9,3% il 2 dicembre 2022, segno che messaggi distensivi, se credibili, possono mitigare la crisi di fiducia. Tuttavia, queste affermazioni dovevano rivelarsi precoci. All’uscita dei risultati annuali, emerse che i deflussi di capitale non si erano affatto invertiti, e l’autorità di vigilanza FINMA avviò una verifica sulla veridicità delle dichiarazioni di Lehmann, sospettando che fossero potenzialmente fuorvianti rispetto all’effettiva situazione della banca. [reuters.com](https://www.reuters.com). La notizia dell’intervento del regolatore, diffusa a fine

febbraio 2023, fece scendere nuovamente il titolo (–5% circa) e fece salire il costo delle coperture CDS, segnalando la rinnovata erosione della credibilità. Sul piano giuridico, la vicenda sottolinea come le comunicazioni dei vertici bancari debbano attenersi a rigorosi doveri di veridicità e completezza, pena l'intervento delle autorità di vigilanza per possibile market manipulation o diffusione di informazioni ingannevoli.

Un ulteriore episodio cruciale avvenne a marzo 2023, quando la crisi di fiducia conobbe il suo apice. Il 15 marzo, nel pieno delle turbolenze seguite al fallimento di Silicon Valley Bank negli USA, il presidente della Saudi National Bank, principale azionista di Credit Suisse, dichiarò in un'intervista Reuters/Bloomberg che non avrebbe fornito ulteriore capitale a Credit Suisse, motivando la scelta con vincoli regolamentari (il gruppo saudita deteneva già il 9.9% e non poteva salire oltre). Sebbene sottolineasse la soddisfazione per il piano di rilancio della banca, il messaggio che passò sui mercati fu di una totale assenza di “salvagente” esterno. In poche ore il titolo precipitò di oltre il 20%, toccando nuovi minimi storici intorno a 1,70 CHF [reuters.com](https://www.reuters.com), mentre le contrattazioni venivano temporaneamente sospese per eccesso di ribasso. Questo evento dimostra come una singola dichiarazione pubblica, estrapolata dai media (il titolo di Reuters enfatizzava che il “maggior azionista esclude nuovi aiuti”), possa aggravare drammaticamente una crisi di fiducia già in atto. A nulla valse, quel giorno, l'ulteriore dichiarazione del presidente Lehmann secondo cui un intervento statale “non era all'ordine del giorno”, frase intesa anch'essa a tranquillizzare, ma percepita come scollegata dalla realtà ([investorschronicle.co.uk](https://www.investorschronicle.co.uk)). Solo un intervento formale delle autorità riuscì a tamponare la situazione: la sera del 15 marzo la Banca nazionale svizzera (SNB), d'intesa con FINMA, emanò un comunicato congiunto in cui affermava che Credit Suisse soddisfaceva i requisiti patrimoniali e di liquidità per le banche di rilevanza sistemica, aggiungendo che sarebbe stata messa a disposizione liquidità d'emergenza per rafforzare la banca [reuters.com](https://www.reuters.com). Credit Suisse diffuse a sua volta una nota di benvenuto al supporto della SNB. Questa chiara mossa comunicativa da fonte istituzionale ebbe l'effetto sperato di mitigare il panico: il giorno

seguito il titolo rimbalzò e i mercati registrarono un temporaneo sollievo. In definitiva, l'alternarsi di notizie allarmanti e dichiarazioni rassicuranti ha segnato l'andamento della crisi di Credit Suisse: la stampa e i media hanno giocato un ruolo di moltiplicatore, potendo sia aggravare la perdita di fiducia attraverso rumor e titoli sensazionalistici, sia contribuire a ristabilire un minimo di calma riportando le garanzie offerte dai vertici bancari e dalle autorità di vigilanza.

2.8.1 Impatto della crisi su clientela retail e clientela istituzionale (HNWI)

La crisi ha avuto ripercussioni profonde e differenziate sulle varie categorie di clienti di Credit Suisse. In particolare, si possono distinguere gli effetti sui clienti al dettaglio (retail) – tipicamente depositanti individuali e piccole imprese, soprattutto nella banca domestica svizzera – e quelli sulla clientela facoltosa e istituzionale, comprendente sia gli investitori benestanti seguiti dall'area wealth management (HNWI, high-net-worth individuals), sia clienti corporate e controparti istituzionali.

Per quanto riguarda la clientela retail, l'impatto iniziale della crisi di fiducia si è manifestato in una certa misura di ritiro dei depositi e di preoccupazione diffusa, ma con reazioni meno estreme rispetto ai grandi investitori. Il management della divisione elvetica di Credit Suisse ha riferito che pochi clienti retail hanno effettivamente chiuso i propri conti, sebbene “alcuni abbiano ritirato parte del denaro” per precauzione. Secondo André Helfenstein (CEO di Credit Suisse (Svizzera) SA), entro fine novembre 2022 il deflusso netto nella banca svizzera si limitava a circa l'1% degli attivi gestiti, segno che la base retail domestica era in larga parte stabilizzata [reuters.com](https://www.reuters.com) dopo le turbolenze di ottobre-novembre. Diversi fattori possono spiegare questa relativa tenuta: i depositanti al dettaglio svizzeri godevano della garanzia implicita che Credit Suisse, banca di importanza sistemica, sarebbe stata sostenuta dalle autorità in caso di necessità (come poi effettivamente avvenuto); inoltre, il sistema di assicurazione dei depositi (sebbene con tetto a CHF 100'000) e la difficoltà logistica di migrare conti e servizi

bancari hanno probabilmente disincentivato reazioni impulsive. Ciò non significa che i piccoli clienti non fossero in apprensione: si registrò un aumento delle chiamate ai servizi clienti e ai consulenti bancari, con richieste di chiarimenti sulla solidità della banca. Credit Suisse dovette intensificare la comunicazione verso la clientela retail, pubblicando FAQ sul proprio sito e rassicurando sulla continuità operativa. In parallelo, la banca centrale e il governo svizzero mantennero un dialogo costante con l'opinione pubblica, proprio per evitare le "bank run". Solo nei giorni immediatamente precedenti il salvataggio di marzo 2023 si è temuto un panico diffuso anche tra i depositanti ordinari: FINMA ha poi confermato che, a metà marzo, la "crisi di fiducia" si era tradotta in "considerevoli deflussi di fondi della clientela", tanto da far profilare un rischio di illiquidità nonostante la solvibilità formale della banca. Questo scenario estremamente grave, in cui anche i depositi retail rischiavano di essere prosciugati, è stato scongiurato solo grazie all'intervento di emergenza (liquidità SNB e successiva fusione con UBS). In definitiva, la clientela retail di Credit Suisse ha subito la crisi in modo più indiretto: erosione della fiducia, incertezza e timori per i propri risparmi, ma deflussi relativamente contenuti fino all'acuirsi finale della vicenda.

Di ben altra entità è stato l'impatto sui clienti facoltosi e istituzionali, che hanno reagito con maggiore rapidità e severità. I grandi patrimoni (HNWI) e in generale i clienti della divisione di wealth management, fiore all'occhiello di Credit Suisse, hanno manifestato una perdita di fiducia quasi immediata, traducendola in massicci deflussi di capitali. Già nelle prime settimane di ottobre 2022, nel pieno della "tempesta mediatica" sopra descritta, clienti facoltosi hanno ritirato somme ingenti dalle gestioni patrimoniali della banca. Credit Suisse stessa ha rivelato che entro fine Q3 2022 vi era stato un deflusso pari al 6% degli asset totali in gestione. Analisti di Vontobel hanno stimato in circa 84 miliardi di CHF i prelievi da parte della clientela benestante avvenuti in quel brevissimo lasso di tempo. Tali fuoriuscite hanno costretto la banca ad attingere ai buffer di liquidità e l'hanno portata sotto alcuni requisiti regolamentari minimi a livello di entità legali (pur mantenendo i ratio di liquidità a livello consolidato). Si tratta di un

dato senza precedenti, che ha indotto gli analisti a giudizi molto allarmati: “i massicci deflussi netti nel Wealth Management sono profondamente preoccupanti, ancor più perché non si sono ancora invertiti” commentò a novembre 2022 Andreas Venditti di Vontobelreuters.com. Questa categoria di clientela comprendente grandi investitori internazionali, famiglie facoltose e family office, ha mostrato scarsa tolleranza verso l’incertezza: appena intaccata la reputazione di Credit Suisse, hanno ribilanciato altrove i propri averi, privilegiando competitor percepiti come più sicuri (ad esempio trasferendo fondi verso UBS o banche concorrenti in USA e Asia). Anche molti high-net-worth clienti domiciliati nei mercati emergenti (Medio Oriente, Asia) hanno ritirato attivi, riducendo l’esposizione a Credit Suisse in ottica di flight-to-safety. La banca ha tentato di reagire mobilitando i propri relationship manager: come detto, i vertici passarono interi weekend a telefonare ai maggiori clienti per convincerli della solidità della banca, e numerosi gestori patrimoniali organizzarono incontri e chiamate con HNWI per illustrare le misure di rafforzamento intraprese. Malgrado ciò, la fuga dei capitali proseguì. I deflussi, pur rallentando leggermente dopo l’aumento di capitale e il piano di ristrutturazione presentato a fine ottobre 2022, non si invertirono entro la fine dell’anno. Credit Suisse riportò nei risultati 2022 outflow totali per 110,5 miliardi di CHF, concentrati in gran parte nella clientela wealth (oltre che in asset management). Questa emorragia di liquidità, quasi un quinto dell’intero portafoglio gestito, testimonia la profondità della crisi di fiducia nella clientela facoltosa.

La clientela istituzionale in senso lato ha reagito in maniera analoga. Investitori istituzionali che detenevano fondi presso Credit Suisse Asset Management o depositi corporate hanno ritirato attivi in massa. Nel solo marzo 2023, durante le fasi finali di turbolenza, investitori hanno riscattato un ammontare record di €4,6 miliardi dai fondi di investimento gestiti dalla banca, segno di una sfiducia ormai radicata che si estendeva anche al lato asset management. Contestualmente, grandi controparti di mercato- tra cui banche e operatori finanziari- hanno ridotto la loro esposizione verso Credit Suisse: alcune banche depositarie hanno limitato le transazioni, e si ipotizza che taluni prime broker abbiano richiesto margini aggiuntivi o

trasferito posizioni, temendo l'insolvenza dell'istituto. Anche le aziende clienti di Credit Suisse (per esempio per linee di credito o servizi di tesoreria) hanno diversificato le proprie disponibilità, spostando liquidità su altre banche per prudenza. Nella sua relazione sul caso, FINMA ha confermato che nel marzo 2023 il peggioramento della crisi di fiducia – acuito dalle vicende statunitensi – ha portato a deflussi “considerevoli” di fondi della clientela, mettendo in pericolo la liquidità della banca(finma.ch). In altri termini, la reazione combinata di HNWI, investitori istituzionali e corporate ha assunto i contorni di un vero e proprio bank run “silenzioso”: non file allo sportello, ma trasferimenti elettronici di miliardi fuori dall'orbita Credit Suisse.

Da un punto di vista qualitativo, gli HNWI e gli investitori istituzionali hanno mostrato atteggiamenti di forte prudenza se non di disaffezione verso la banca. Molti grandi patrimoni, storicamente legati a Credit Suisse da rapporti personali con i banker, hanno espresso delusione per i continui scandali e il calo di performance, arrivando a mettere in discussione la relazione di lungo termine. La perdita di fiducia si è manifestata anche in un senso più reputazionale: clienti facoltosi che un tempo consideravano prestigioso il marchio Credit Suisse hanno iniziato a percepirlo come un rischio, preferendo associare il proprio nome a istituzioni più stabili. In aggiunta, alcune categorie di clientela istituzionale (ad esempio fondi pensione e gestori di fondi) erano soggette a vincoli fiduciari che le obbligavano a ridurre l'esposizione a controparti in difficoltà creditizia, innescando vendite forzate di strumenti e ritiro di mandati di gestione. Dal canto suo, la banca ha cercato di arginare la fuga offrendo condizioni migliorative (es. tassi più alti sui depositi vincolati) e ribadendo pubblicamente la capacità di soddisfare i rimborsi, ma con risultati limitati. Persino dopo l'intervento della SNB, molti HNWI e istituzionali hanno continuato a trasferire attivi altrove, illustrando come la fiducia perduta sia difficile da recuperare. Solo l'acquisizione di Credit Suisse da parte di UBS, garantita dallo Stato, ha posto un argine finale ai deflussi, stabilizzando definitivamente la posizione dei clienti rimasti. In sintesi, la crisi di Credit Suisse ha colpito duramente la clientela più sofisticata (retail

< istituzionali < HNWI, in ordine crescente di reazione), traducendosi per questi clienti in perdita di accesso fiduciario, necessità di migrare patrimoni e interruzione dei rapporti con un istituto che per molti decenni era stato un pilastro affidabile. Ciò comporta, sul piano del diritto bancario, potenziali profili di responsabilità verso la clientela per mancata adeguata informativa e un monito sull'importanza della sana e prudente gestione nel preservare il patrimonio fiduciario che ogni banca rappresenta per i propri depositanti.

Le recenti misure straordinarie adottate dalle autorità svizzere durante la fusione tra UBS e Credit Suisse hanno messo in luce questioni cruciali riguardanti la legittimità e le conseguenze giuridiche delle deroghe normative. Si approfondiranno le eccezioni alla normativa bancaria, analizzando le implicazioni sui precedenti giuridici e le criticità rispetto al principio di concorrenza e alla tutela dei consumatori. Attraverso questa analisi, si intende riflettere sull'impatto di tali scelte sulla governance e sui diritti degli azionisti, evidenziando le sfide che il sistema svizzero deve affrontare per garantire un equilibrio tra stabilità e protezione degli stakeholder in contesti emergenziali.

Capitolo III

Implicazioni giuridiche, sistemiche e reputazionali della fusione UBS–Credit Suisse: tra emergenza, governance e tutela degli stakeholder

3.1 Deroghe normative e strumenti giuridici straordinari

L'operazione di fusione d'urgenza UBS–Credit Suisse ha comportato significative deviazioni dalle procedure legali ordinarie, rese possibili dall'uso di strumenti normativi eccezionali. In particolare, tramite l'Ordinanza federale d'urgenza emanata il 19 marzo 2023 il Consiglio federale ha sospeso o derogato talune disposizioni di legge, al fine di rimuovere ostacoli procedurali e garantire la rapidità dell'intervento. Le principali deroghe e strumenti straordinari impiegati sono:

Ricorso al “diritto di necessità” costituzionale: Come già detto in precedenza, il Governo ha agito ai sensi degli art. 184 cpv. 3 e 185 cpv. 3 della Costituzione federale, che consentono in casi di gravità estrema di emanare atti normativi immediatamente validi senza base legislativa formale che dovranno poi essere sottoposti a Parlamento. Si tratta di una facoltà usata raramente, giustificata qui con la tutela dell'ordine pubblico economico e degli interessi della Svizzera in ambito finanziario. L'Ordinanza d'urgenza del 19.03.2023 ha costituito la base legale temporanea di tutte le misure straordinarie, di fatto “sospendendo” momentaneamente la normale legislazione in conflitto con tali misure.

Esclusione dell'assemblea degli azionisti: In condizioni normali, un'acquisizione/fusione di queste dimensioni avrebbe richiesto l'approvazione da parte degli azionisti di entrambe le banche, in conformità al Codice delle obbligazioni (per fusione ai sensi della LFus o per eventuali aumenti di capitale necessari all'emittente). Data l'urgenza, l'ordinanza ha permesso di bypassare gli organi assembleari, autorizzando la transazione per via amministrativa. Ciò significa che gli azionisti di Credit Suisse non hanno potuto votare sull'operazione; hanno semplicemente subito la decisione delle autorità, ricevendo d'ufficio come compenso 1 azione

UBS ogni 22,48 azioni CS possedute (valore equivalente ~CHF 0.76 per azione CS) swissinfo.ch. Questa forzatura è stata percepita da alcuni come un'espropriazione parziale degli azionisti, sebbene attenuata dal fatto che un (pur ridotto) controvalore in azioni UBS sia stato comunque riconosciuto. Per UBS, l'aumento di capitale necessario all'emissione delle azioni da consegnare ai soci CS è stato effettuato senza il voto dell'assemblea UBS, presumibilmente in virtù di un'autorizzazione statutaria o di un decreto governativo che ne ha imposto l'attuazione immediata. In definitiva, l'intera fusione legale è stata condotta in via straordinaria, con ratifiche assembleari postume o addirittura omesse, fatto inaudito ma ritenuto indispensabile per evitare ritardi fatali.

Sospensione della disciplina antitrust: La legislazione sulla concorrenza (LCart) prevede che operazioni di concentrazione di una certa rilevanza siano notificate alla COMCO, la quale ha tempo per analizzarne l'impatto sul mercato e decidere se autorizzarle, eventualmente con condizioni. Nel caso UBS-CS, questo controllo ex ante è stato deliberatamente sospeso. L'ordinanza d'urgenza conteneva infatti una norma di standstill che esonerava temporaneamente la fusione dalle procedure di merger control. Come affermato dalla presidente di FINMA, l'Autorità di vigilanza – viste le circostanze – ha potuto “scavalcare la legge sulla concorrenza per stabilizzare i mercati” swissinfo.ch. Solo a posteriori, a fusione avvenuta, la COMCO ha prodotto un rapporto dettagliato rilevando che l'operazione ha effettivamente ridotto la concorrenza nel mercato bancario svizzero (creando un campione nazionale con oltre il 30% di quota nei depositi e crediti domestici). COMCO aveva raccomandato un esame più approfondito e anche misure pro-concorrenziali (ad esempio facilitare l'ingresso di concorrenti esteri) reuters.com, ma tale rapporto è stato in pratica superato dalla decisione finale di FINMA di non imporre vincoli aggiuntivi a UBS reuters.com. La deroga antitrust è stata dunque totale nell'immediato, rinviando ogni considerazione sulla concorrenza a una fase successiva e già a fatti compiuti. Una simile sospensione del diritto della concorrenza è estremamente rara e ha suscitato dibattiti sull'opportunità di consentire eccezioni di questo tipo in situazioni di crisi

(con il rischio di creare monopoli bancari di fatto).

Attivazione di garanzie pubbliche e prestiti privilegiati: Come descritto, il Governo ha messo a disposizione garanzie finanziarie (9 miliardi per UBS) e la BNS ha erogato prestiti con privilegio per 100 miliardi e prestiti garantiti dallo Stato per altri 100 miliardi. Tali strumenti non avevano una base nella legislazione ordinaria vigente, se non parzialmente nelle normative too big to fail introdotte dopo il 2008 (ad esempio la possibilità del privilegio di fallimento per certi crediti di banca centrale era stata discussa ma non chiaramente inserita in legge). È stata quindi l'ordinanza d'urgenza a creare ad hoc queste possibilità: l'“Ordinanza sulle fidejussioni federali per prestiti di liquidità della BNS a banche di rilevanza sistemica” (nome semplificato) emanata il 19 marzo 2023 ha definito condizioni, limiti e tutele per questi aiuti (incluso il già citato potere di FINMA di disporre la riduzione del capitale Tier1 aggiuntivo quale contropartita). Senza tale ordinanza, la BNS non avrebbe avuto l'autorità per erogare liquidità con quelle caratteristiche né il Consiglio federale per impegnare denaro pubblico a copertura delle perdite senza passaggio parlamentare ordinario. In altre parole, si è temporaneamente sospeso il vincolo che voleva gli azionisti e creditori di una banca sistemica integralmente responsabili delle perdite (bail-in secondo la legge TBTF) e si è reintrodotta un elemento di supporto pubblico diretto, seppur con garanzie di rimborso preferenziale e oneri finanziari per la banca assistita.

Poteri di intervento di FINMA ampliati: L'ordinanza ha inoltre esteso i poteri di FINMA in crisi sistemiche. Oltre a consentire l'approvazione dell'operazione senza lungaggini, ha dato a FINMA il potere di ordinare misure sui capitali e verosimilmente di imporre condizioni a UBS/CS senza seguire il consueto iter sanzionatorio o autorizzativo. FINMA ha potuto, ad esempio, imporre a Credit Suisse la sospensione di determinati obblighi come la distribuzione di dividendi e a UBS di predisporre piani d'integrazione accelerati. Alcune fonti indicano che FINMA ha concordato con UBS deroghe temporanee ai requisiti prudenziali, ad esempio, tollerando per qualche tempo indici di leverage o di liquidità inferiori al normale, data la

situazione eccezionale purché rientrassero entro termini stabiliti. Si tratta di flessibilità regolamentari possibili solo con una base di emergenza che ne sospende temporaneamente il divieto legislativo.

L'arsenale giuridico utilizzato dalle autorità svizzere nel marzo 2023 è stato fuori dall'ordinario: si è passati attraverso una sorta di stato d'eccezione finanziario, con la creazione ex novo di norme speciali volte a salvaguardare l'interesse generale a scapito di alcune garanzie individuali (voto degli azionisti, libera concorrenza, diritto dei creditori subordinati). Queste deroghe sono state ritenute necessarie dalle autorità per evitare un male maggiore (il collasso disordinato di Credit Suisse), ma hanno inevitabilmente sollevato interrogativi sulla loro legittimità sostanziale e sul messaggio lanciato al mercato in termini di prevedibilità del diritto.

3.2 La tutela degli azionisti e delle minoranze nella fusione

La fusione tra UBS e Credit Suisse ha sollevato importanti questioni riguardanti la protezione degli azionisti e delle minoranze, mettendo in luce le criticità legate alla valutazione delle azioni e alla compressione dei diritti di partecipazione. La decisione di eludere le assemblee generali ha rappresentato una deviazione significativa dalle normali pratiche di governance, creando tensioni tra stabilità sistemica e tutela degli investitori. Attraverso l'analisi delle controversie emerse, si esploreranno le implicazioni legali e normative di queste scelte straordinarie, evidenziando la necessità di riforme adeguate per garantire un equilibrio tra rapidità operativa e rispetto dei diritti patrimoniali.

3.2.1 Diritti degli azionisti di Credit Suisse: compressione o salvaguardia?

La fusione tra UBS e Credit Suisse, avvenuta in un contesto emergenziale di rilevanza sistemica, ha posto in luce significative problematiche giuridiche legate alla tutela dei diritti degli azionisti, con particolare riguardo alle minoranze. Il processo, condotto sotto la pressione della stabilizzazione del sistema bancario svizzero, ha visto l'adozione di misure straordinarie che hanno comportato una marcata compressione delle prerogative normalmente riconosciute

ai soci in ambito societario.

Uno degli aspetti più controversi è stato il riconoscimento di una compensazione pari a 0,76 franchi svizzeri per azione ai titolari di partecipazioni in Credit Suisse. Tale valutazione, giudicata da più parti come penalizzante, ha alimentato il sospetto di una sottovalutazione intenzionale degli strumenti azionari, tanto più in un contesto in cui i titoli AT1 sono stati integralmente azzerati per un valore complessivo di 16 miliardi di franchi svizzeri. Ne è derivata una sensazione diffusa di lesione del diritto patrimoniale degli azionisti, aggravata dalla mancata previsione di strumenti giuridici efficaci per la contestazione della valutazione imposta (Messore & Bonardi, 2023, p. 2; Yang, 2024, p. 3).

L'urgenza della situazione, invocata dalle autorità svizzere per giustificare l'adozione di procedure straordinarie, ha sacrificato la trasparenza e l'equità del processo decisionale. In particolare, l'Ordinanza del Consiglio Federale del 19 marzo 2023 ha permesso di derogare a meccanismi consolidati di consultazione pubblica e di approvazione assembleare, sollevando interrogativi sulla compatibilità di tale provvedimento con i principi democratici e con la certezza del diritto. La possibilità, concessa dalle autorità, di procedere alla fusione senza passare attraverso un voto assembleare ha avuto l'effetto di estromettere i soci da decisioni fondamentali per il destino della banca, configurando un potenziale vulnus costituzionale alla partecipazione societaria (Fagetan, 2024, p. 50; Rötheli et al., 2024, p. 4).

Il confronto con esperienze internazionali conferma il carattere anomalo dell'operazione. Nell'acquisizione di Bear Stearns da parte di JPMorgan Chase, ad esempio, fu mantenuto un margine di coinvolgimento per gli azionisti, garantendo al contempo una valutazione più favorevole delle loro quote (Fazio, 2023, p. 10). In tale prospettiva, il caso svizzero appare come un esempio di predominanza assoluta della stabilità sistemica sulla tutela dei diritti individuali degli investitori, con ripercussioni anche sul piano della fiducia nei mercati e nella regolazione.

Le criticità evidenziate si sono riflesse in un'ondata di azioni legali intentate da azionisti retail

e fondi istituzionali, che hanno contestato non solo il quantum della compensazione, ma soprattutto il metodo decisionale seguito. Le deroghe alle norme ordinarie hanno infatti escluso ogni possibilità di confronto o revisione in sede assembleare, limitando il ricorso alle ordinarie tutele giudiziarie e contrattuali. Questo ha generato un clima di sfiducia verso le istituzioni di vigilanza e verso l'imparzialità del sistema normativo in contesti di emergenza.

La mancanza di strumenti giuridici chiari per la salvaguardia delle minoranze si è tradotta, nel caso concreto, in una vera e propria marginalizzazione dei piccoli investitori. Le disposizioni del Codice delle Obbligazioni svizzero, che in via ordinaria assicurano la possibilità di intervenire in assemblea e di richiedere perizie indipendenti sulla valutazione delle partecipazioni, sono state neutralizzate dall'uso di provvedimenti normativi straordinari, generando un vuoto di tutela che ha minato la coesione sociale e la percezione di giustizia (Barni, 2016, p. 10).

Ulteriori preoccupazioni derivano dalle conseguenze sistemiche della fusione sul mercato bancario svizzero. Con UBS a detenere circa il 30% delle quote di mercato, si è creato un elevato grado di concentrazione, che potrebbe comprimere ulteriormente la concorrenza, soprattutto in settori cruciali come il commercio di materie prime. La mancanza di pluralità degli attori, unita a una governance fortemente centralizzata, rischia di compromettere l'accesso al credito per le PMI e di ridurre la resilienza del sistema economico nazionale (Baranzini et al., 2015, pp. 16, 53).

Sul fronte della tutela delle minoranze azionarie, la legge svizzera offre in teoria alcuni rimedi anche in caso di fusione forzata. In particolare, l'art. 105 LFus prevede che, entro due mesi dalla pubblicazione dell'iscrizione della fusione a registro, gli azionisti che si ritengono lesi possano adire le vie legali per ottenere un'indennità adeguata. Questo strumento, analogo al diritto di recesso o all'azione di concambio presente in altri ordinamenti, consente al giudice di determinare un conguaglio in denaro qualora il rapporto di cambio fissato nella fusione risulti iniquo o i diritti dei soci non sufficientemente salvaguardati. Nel caso UBS-CS, l'ordinanza

d'emergenza non ha esplicitamente escluso tale tutela (artt. 7 e 105 LFus), aprendo la strada a possibili azioni legali da parte degli azionisti di Credit Suisse. Dato il rapporto di cambio fortemente sfavorevole per questi ultimi, stimato dagli analisti come tre volte più basso rispetto a un rapporto basato sui prezzi di mercato pre-crisi, era prevedibile che i soci di minoranza valutassero di impugnare l'operazione. Infatti, già nell'estate 2023 si è costituita un'ampia iniziativa legale collettiva: l'Associazione Svizzera per la Protezione degli Investitori (SASV) ha coordinato un'azione ai sensi dell'art. 105 LFus, raccogliendo l'adesione di migliaia di piccoli azionisti. L'obiettivo della causa è chiedere al tribunale di revisione il rapporto di concambio della fusione e riconoscere agli ex-azionisti Credit Suisse un conguaglio in denaro che colmi la differenza tra il prezzo d'emergenza (0,76 CHF per azione) e un valore equo determinato giudizialmente. In parallelo, una legaltech svizzera ha avviato una class action analoga a tutela degli investitori retail, segno di un diffuso attivismo legale sulla vicenda. Queste iniziative riflettono il forte risentimento delle minoranze per come sono state trattate e invocano la verifica ex post della correttezza del prezzo di fusione da parte di un organo terzo e indipendente.

Le controversie legali scaturite dall'operazione non si limitano all'azione ex art. 105 LFus. Complessivamente, il numero di ricorsi e di reclami presentati da investitori di varie categorie è elevato: nei mesi successivi alla fusione sono state depositate centinaia di istanze risarcitorie sia da ex-azionisti sia da obbligazionisti di Credit Suisse. Ad esempio, un gruppo di oltre 1000 detentori di bond AT1 (strumenti azzerati nell'operazione) ha presentato ricorso presso il Tribunale Amministrativo Federale, contestando la legittimità della decisione di FINMA di annullare unilateralmente tali titoli tramite l'ordinanza emergenziale. Questo fronte di contestazione, sebbene riguardi una diversa categoria di investitori, è parallelo a quello azionario e ne condivide il fulcro giuridico: la contestazione dell'uso del diritto d'emergenza per alterare diritti patrimoniali e contrattuali tutelati dalla legge ordinaria. Sul piano giudiziario interno, l'esito di tali azioni è tuttora incerto. Alcuni primi verdeti non

appaiono favorevoli ai ricorrenti, emblematicamente, nel maggio 2025 il Tribunale federale ha respinto il ricorso di due azionisti che avevano accusato il governo di comunicazioni fuorvianti sulla solidità di Credit Suisse prima del crollo, ma il contenzioso è lungi dall'essere concluso. È verosimile che questioni centrali, come l'equità del prezzo di fusione e la compatibilità delle deroghe emergenziali con il quadro normativo svizzero, saranno decise nei tribunali nei prossimi anni, delineando precedenti cruciali per il diritto societario e bancario. Da notare che eventuali sentenze di accoglimento dell'azione ex art. 105 LFus avrebbero effetti erga omnes per tutti gli ex-azionisti di Credit Suisse nella medesima posizione, amplificando la portata di un eventuale ristoro.

Dal punto di vista delle implicazioni sistemiche, il caso UBS–CS ha acceso un dibattito sulle riforme normative necessarie per conciliare stabilità finanziaria e tutela degli investitori. La Svizzera, a differenza di altre giurisdizioni, non disponeva di un quadro legislativo organico per gestire crisi bancarie sistemiche (come ad es. un regime di risoluzione bancaria sul modello europeo) al di fuori delle procedure ordinarie. Proprio l'assenza di un meccanismo codificato di “public liquidity backstop” (PLB) o di intervento statale rapido ha costretto il governo a ricorrere a poteri d'urgenza extra ordinem (elischolar.library.yale.edu). Questa lacuna è stata riconosciuta dalle stesse autorità: nel 2023–24 sono stati predisposti atti per istituzionalizzare il PLB e altre misure di salvataggio, inserendole nella legislazione bancaria ordinaria, così da evitare in futuro di dover sospendere le garanzie del diritto societario per salvare un istituto in dissesto. Allo stesso tempo, il Parlamento svizzero ha manifestato il proprio disagio verso la gestione del caso Credit Suisse, arrivando a censurare politicamente (seppur simbolicamente) l'operato del Consiglio federale: nell'aprile 2023 entrambe le Camere hanno bocciato a posteriori la concessione delle garanzie pubbliche da 109 miliardi di CHF utilizzate per l'operazione. Pur trattandosi di un voto privo di effetti giuridici sul salvataggio (ormai concluso), esso segnala la volontà dei legislatori di riesaminare i limiti del potere esecutivo in emergenza e di rafforzare la protezione degli stakeholder in futuro. Il

caso in esame funge dunque da catalizzatore per riforme: vi è consenso sulla necessità di aggiornare il diritto societario e bancario svizzero, dotandolo di strumenti capaci di gestire situazioni di “too big to fail” senza sacrificare completamente i diritti di azionisti e obbligazionisti, e mantenendo un maggiore controllo giudiziario e parlamentare sulle decisioni straordinarie.

In una prospettiva comparata, la vicenda UBS–Credit Suisse solleva interrogativi affini a quelli emersi in precedenti crisi bancarie internazionali, pur presentando caratteristiche estreme. Ad esempio, nel caso Fortis (Belgio-Paesi Bassi, 2008), spesso richiamato in parallelo, gli interventi dei governi per smembrare e salvare il gruppo bancario-insurance provocarono un aspro contenzioso da parte degli azionisti. In Olanda, le associazioni dei piccoli investitori portarono la questione in tribunale, contestando la legittimità della vendita senza approvazione assembleare e chiedendo di verificare se le autorità potessero invocare lo stato di necessità per aggirare il voto dei soci. Queste azioni giudiziarie iniziarono a produrre effetti: fu temporaneamente bloccata la cessione di asset importanti e, in Belgio, il governo corse ai ripari offrendo agli azionisti Fortis una forma di compensazione (diritto a proventi futuri su parte degli utili della vendita a BNP Paribas) per attenuare il loro svantaggio. Sebbene la crisi Fortis abbia avuto esiti diversi (con nazionalizzazioni parziali e una successiva approvazione assembleare degli accordi rivisti nel 2009), essa evidenzia come anche in situazioni emergenziali altri ordinamenti abbiano riconosciuto spazi di tutela alle minoranze, ad esempio tramite rimedi giudiziari e negoziazioni compensative ex post. Un altro confronto illuminante proviene dagli Stati Uniti: nel salvataggio di Bear Stearns (2008), la fusione emergenziale con JPMorgan Chase – pur favorita dalla Federal Reserve – non poté eludere del tutto gli azionisti. In origine era stato negoziato un prezzo simbolico di 2 dollari per azione, ma di fronte al malcontento degli azionisti e alla prospettiva di un voto contrario, l’offerta fu quintuplicata a 10 dollari per azione per ottenere il via libera assembleare. Ciò dimostra che, almeno in quel contesto, si preferì negoziare con le minoranze pur di evitare un azzeramento unilaterale del

loro investimento. Diversamente, il caso Credit Suisse, grazie all'ampio uso di poteri eccezionali, non ha lasciato margine a trattative o votazioni, determinando un trasferimento di ricchezza senza precedenti dagli azionisti e creditori di CS a favore di UBS e del settore pubblico. I risultati post-fusione lo confermano: UBS ha potuto restituire rapidamente i prestiti d'emergenza ottenuti e ha registrato profitti straordinari (derivanti in parte dal badwill dell'acquisizione a prezzo stracciato), mentre gli ex-azionisti CS hanno subito perdite permanenti. Tali esiti pongono seri quesiti di equità e sollevano il timore che la vicenda possa aver minato la fiducia degli investitori nell'ordinamento svizzero. Non a caso, commentatori e accademici hanno osservato che la Svizzera, tradizionalmente considerata un porto sicuro per gli investimenti grazie alla stabilità giuridica, abbia rivelato in questa crisi un volto inaspettatamente dirigistico, pronto a sospendere diritti di proprietà in nome dell'interesse superiore.

In conclusione, il diritto degli azionisti e la protezione delle minoranze nel caso UBS–Credit Suisse costituiscono un delicato punto di incontro (e scontro) tra due esigenze: da un lato la tutela dell'ordine pubblico economico e la necessità di interventi tempestivi per evitare un dissesto sistemico; dall'altro, il rispetto delle garanzie giuridiche individuali e della fiducia degli investitori nelle regole del gioco. La compressione dei diritti azionari avvenuta in questa fusione straordinaria, pur se motivata dall'emergenza, ha aperto un ampio dibattito dottrinale e politico sulle frontiere dello Stato di diritto in ambito finanziario. Le controversie legali in corso contribuiranno a definire fino a che punto, in Svizzera, sia lecito spingersi nel limitare l'autonomia assembleare e i diritti delle minoranze per salvaguardare la stabilità del sistema. Allo stesso tempo, le riforme già avviate indicano la volontà di imparare da questo precedente, costruendo un quadro normativo più resiliente alle crisi: un quadro in cui “stabilità” e “tutela” non siano obiettivi antitetici, ma possano essere bilanciati attraverso strumenti giuridici che prevedano sia la flessibilità necessaria nei momenti critici sia adeguati correttivi a posteriori in favore degli stakeholder sacrificati. Il caso Credit Suisse,

dunque, farà giurisprudenza e inciderà sull'evoluzione del diritto societario svizzero, fornendo al contempo spunti preziosi al dibattito internazionale sulla protezione degli azionisti di minoranza nelle operazioni di salvataggio bancario.

3.3 Governance e impatti sulla struttura del gruppo post-fusione

La fusione tra UBS e Credit Suisse ha indotto significative trasformazioni nell'assetto di governance e nelle strategie operative del nuovo gruppo. Le modifiche introdotte sono finalizzate a garantire la stabilità finanziaria e una gestione efficace dei rischi, affrontando le sfide legate all'integrazione delle due entità. Attraverso un'analisi delle nuove strutture decisionali e delle pratiche di compliance, si esplorano le implicazioni di tali cambiamenti sulla governance e sull'equilibrio tra efficienza e tutela degli stakeholder nel panorama bancario svizzero. Questi aspetti emergono in un contesto di crisi che richiede una riflessione profonda sull'evoluzione della normativa e della governance bancaria. Si è trattato di un processo necessario, sia per la complessità dell'operazione, che ha coinvolto due colossi bancari di rilevanza sistemica globale, sia per le criticità ereditate da Credit Suisse, le cui debolezze strutturali avevano contribuito al tracollo. L'intervento si è articolato su due piani paralleli: da un lato, la definizione di una governance centralizzata ed efficiente, dall'altro, l'adozione di strategie di gestione del rischio e compliance più rigorose, in linea con gli standard normativi nazionali e internazionali. Uno dei primi obiettivi perseguiti è stato l'accentramento delle decisioni strategiche. UBS ha ritenuto necessario uniformare i flussi decisionali dei due istituti, eliminando le sovrapposizioni gestionali e le potenziali contraddizioni che avrebbero potuto ostacolare l'efficienza operativa. La centralizzazione è stata giustificata dall'urgenza di garantire una risposta univoca alle sfide normative e operative derivanti dalla fusione. Sebbene questa riorganizzazione abbia ridimensionato il peso decisionale di alcuni organi e, in particolare, abbia limitato il ruolo delle minoranze azionarie, essa è stata ritenuta indispensabile per accelerare i processi e rafforzare la stabilità interna, in un momento di forte turbolenza per il sistema bancario svizzero. A tal fine, sono stati selezionati profili dirigenziali con competenze

specifiche nella gestione di fusioni bancarie complesse e nell'integrazione di sistemi operativi e culturali differenti.

In poche parole, la struttura manageriale di Credit Suisse è stata assorbita e semplificata all'interno dell'organigramma di UBS: dopo la fusione legale, l'intero management board di Credit Suisse è divenuto superfluo e le sue funzioni sono state incorporate nel quadro decisionale unificato di UBS. Ciò ha comportato l'uscita di scena dei vertici di CS e il consolidamento delle linee di comando sotto il solo Group Executive Board di UBS, preservando continuità e competenze chiave ma eliminando duplicazioni. Al livello apicale, UBS ha rafforzato i presidi di guida strategica: ad esempio, per garantire una transizione senza scosse, il consiglio di amministrazione di UBS ha confermato il proprio Chief Risk Officer in carica che inizialmente doveva avvicinarsi, chiedendogli di rimanere e presidiare la fase di takeover. In parallelo è stata creata un'inedita posizione di Head of Risk Control per l'integrazione, affidata a un senior manager dedicato con il compito di supervisionare tutti i profili di rischio connessi all'operazione Credit Suisse. Questa duplice leadership nel risk management ha assicurato un monitoraggio eccezionalmente attento in un'area cruciale per il successo futuro del gruppo. Sul piano organizzativo, UBS ha istituito anche un Group Integration Office incaricato di coordinare l'unificazione operativa delle due banche, facilitando l'armonizzazione di procedure e sistemi sotto la direzione centrale(ubs.comubs.com). L'accentramento di tali funzioni ha comportato una revisione dei processi decisionali: le deliberazioni strategiche e operative più rilevanti sono state ricondotte a strutture collegiali unificate (CdA, comitati interni e funzioni di gruppo), evitando disallineamenti tra le ex entità e garantendo tempestività nelle decisioni durante la transizione. I criteri manageriali sono stati affinati per riflettere le esigenze del nuovo colosso bancario: in particolare, la politica di remunerazione del top management è stata rivista in un'ottica di sostenibilità e allineamento con il rischio. La maggior parte della componente variabile degli incentivi per i dirigenti apicali viene ora deferita su più anni, con meccanismi

di malus e clawback rafforzati, così che le ricompense maturino solo a fronte di performance durature e in linea con una prudente assunzione di rischio(businesswire.comubs.com). Sono stati introdotti anche limiti al rapporto tra bonus e parte fissa per i massimi dirigenti e clausole di restituzione forzata dei premi in caso di gravi errori o di necessità di rettifiche contabili. Tali misure, unitamente al blocco dei bonus del management di Credit Suisse imposto immediatamente dopo il salvataggio, mirano a instaurare una cultura di responsabilità gestionale condivisa, prevenendo comportamenti opportunistici e allineando gli incentivi del management agli interessi di lungo termine degli stakeholder e alla stabilità del gruppo. In sintesi, la nuova governance post-fusione di UBS è caratterizzata da una catena di comando unificata e snella, con organi decisionali rafforzati e focalizzati sulla gestione integrata, e da criteri manageriali improntati a rigore e sostenibilità, in discontinuità rispetto alle prassi che avevano contribuito alle debolezze di Credit Suisse.

La ristrutturazione degli organi apicali, con la nomina di figure dotate di una visione strategica integrata, è stata funzionale alla creazione di una nuova cultura aziendale, fondata su responsabilità, trasparenza e controllo. UBS ha dunque potuto avvalersi dell'esperienza del proprio top management per guidare la transizione, affiancando a esso alcuni profili chiave provenienti da Credit Suisse, ma selezionati con attenzione al merito e all'integrità, anche alla luce dei gravi scandali che avevano colpito la banca acquisita negli anni precedenti. La riforma della governance ha incluso anche un rafforzamento della compliance interna. UBS ha avviato una revisione approfondita delle procedure, in particolare nelle aree più esposte a rischio reputazionale, come la gestione dei conflitti di interesse, la trasparenza nei rapporti con i clienti e la prevenzione del riciclaggio. È stato istituito un sistema di controlli interni multilivello, con funzioni di audit e risk management più autonomi rispetto al passato. La FINMA ha richiesto che le nuove strutture fossero in grado di operare in maniera uniforme e coerente in tutto il gruppo, superando le divergenze che in precedenza avevano caratterizzato UBS e Credit Suisse. Il rispetto delle disposizioni di Basilea III, con particolare attenzione alla solidità patrimoniale

e alla qualità del capitale, è stato assunto come principio guida della nuova struttura normativa interna.

3.3.1 Strategie di risk management e compliance dopo la fusione

Un'attenzione particolare è stata dedicata alla gestione del rischio, tanto operativo quanto reputazionale. UBS ha implementato sistemi avanzati di monitoraggio dei rischi emergenti, avvalendosi di dashboard integrati per il reporting in tempo reale ai vertici aziendali. Questi strumenti aggregano gli indicatori chiave relativi alla liquidità, ai rischi di mercato e al credito, e sono configurati per generare alert automatici in presenza di scostamenti significativi rispetto ai parametri predefiniti. Il Comitato rischi del Consiglio di amministrazione ha assunto un ruolo centrale, con funzioni ispettive e di indirizzo nei confronti di tutte le divisioni operative del gruppo, assicurando una visione unificata e una tempestiva capacità di intervento. Tra le prime misure adottate figura la ridefinizione del “risk appetite” complessivo del gruppo. UBS ha scelto di concentrare le proprie attività sulle aree core – in particolare il wealth management globale e il banking domestico svizzero – e di mantenere un profilo più conservativo nell’investment banking. A ciò si è affiancata un’operazione di derisking delle esposizioni ereditate da Credit Suisse, mediante la creazione di un’unità denominata “Non-Core and Legacy”, incaricata della dismissione ordinata degli asset considerati non strategici o eccessivamente rischiosi. Secondo le principali agenzie di rating, tali scelte hanno contribuito a rafforzare il profilo di rischio di UBS, che mantiene oggi un livello di crediti deteriorati intorno all’1%, inferiore alla media dei concorrenti globali.

Parallelamente, l’integrazione tra i due istituti ha richiesto un profondo allineamento dei presidi di compliance. UBS ha esteso il proprio modello delle “tre linee di difesa” all’intero perimetro del nuovo gruppo, articolando le responsabilità tra le unità operative, le funzioni di controllo indipendenti e la revisione interna. La funzione Compliance è stata unificata, aggiornando le policy in materia di antiriciclaggio, antitrust, codici di condotta e processi di Know Your

Customer (KYC). Le differenze culturali e procedurali tra i due istituti sono state affrontate attraverso iniziative di formazione e con un processo di selezione e fusione delle best practice, con l'obiettivo di creare un impianto normativo interno solido, coerente e armonizzato. L'integrazione non è però avvenuta senza criticità. Nel 2024, i revisori di UBS hanno emesso un'"adverse opinion" sull'efficacia dei controlli interni sul reporting finanziario, attribuendo le carenze rilevate ai sistemi ereditati da Credit Suisse. UBS ha reagito con un ampio piano di remediation, introducendo procedure aggiuntive e potenziando i controlli contabili per riportare l'ambiente di controllo entro standard accettabili. Tale intervento, ancora in corso, mira a rassicurare regolatori e investitori e a ricostruire la fiducia nel sistema di governance finanziaria del gruppo.

Sul piano operativo, UBS ha investito in tecnologie avanzate per il monitoraggio dei rischi. I sistemi di early warning (EWI) e i Recovery Risk Indicators (RRI) permettono di rilevare tempestivamente segnali di squilibrio nei flussi di tesoreria o nelle esposizioni di credito, attivando meccanismi di risposta proattivi. Le controparti considerate a rischio vengono classificate in liste di attenzione ("Watchlist Amber" e "Watchlist Red"), soggette a monitoraggio rafforzato e a decisioni condivise con il senior management. Tali procedure consentono una gestione dinamica e preventiva delle situazioni potenzialmente critiche. Particolare enfasi è stata posta sul controllo automatizzato. UBS ha potenziato i sistemi di trade surveillance per monitorare in tempo reale le operazioni effettuate dai desk e dai singoli operatori, rilevando pattern anomali e potenziali abusi di mercato. I limiti operativi sono ora gestiti da piattaforme che bloccano automaticamente operazioni in violazione dei parametri di rischio autorizzati. Inoltre, la migrazione dei dati e dei clienti di Credit Suisse sui sistemi UBS, prevista entro il 2025, sta contribuendo alla creazione di un'infrastruttura tecnologica unificata, capace di supportare una governance efficace e una compliance rigorosa. In sintesi, UBS ha interpretato l'integrazione con Credit Suisse come un'occasione per rafforzare il proprio modello di gestione del rischio e di conformità. Le misure adottate

dimostrano una chiara volontà di superare le fragilità del passato, costruendo un sistema di controlli più integrato, preventivo e tecnologicamente avanzato. Il successo a lungo termine della fusione dipenderà dalla capacità del gruppo di consolidare questi progressi e di mantenere standard elevati in un contesto regolamentare e operativo sempre più esigente.

3.3.2 Reazioni post-fusione

L'operazione di salvataggio e fusione tra UBS e Credit Suisse ha avuto un impatto immediato e di medio periodo sui mercati finanziari, suscitando valutazioni divergenti da parte di analisti, agenzie di rating e stampa economica internazionale. Le reazioni possono essere opportunamente distinte in due fasi: una risposta iniziale, immediatamente successiva all'annuncio dell'accordo nel marzo 2023, e una seconda fase, a medio termine, che ha preso forma nei mesi successivi alla formalizzazione dell'acquisizione.

Reazioni immediate: lo shock e il sollievo dei mercati

L'annuncio ufficiale della fusione, diramato la sera del 19 marzo 2023, è stato accompagnato da misure di supporto pubblico eccezionali, per un ammontare superiore ai 200 miliardi di franchi svizzeri, e dalla controversa svalutazione totale dei bond AT1 di Credit Suisse. L'effetto sui mercati non si è fatto attendere: nella seduta del 20 marzo, il titolo UBS ha registrato un iniziale crollo tra il 10% e il 15%, sintomo delle preoccupazioni degli investitori riguardo ai rischi connessi all'integrazione di Credit Suisse e all'incertezza sul futuro dell'entità risultante dalla fusione. In parallelo, si registrava una forte instabilità nel settore bancario globale, aggravata dal fallimento di diverse banche regionali statunitensi, tra cui Silicon Valley Bank e Signature Bank.

Tuttavia, col procedere della giornata, il sentiment degli operatori ha iniziato a mutare. La rapidità con cui le autorità svizzere erano intervenute per contenere una potenziale crisi sistemica è stata rivalutata positivamente. Il titolo UBS ha chiuso la giornata con un incremento dell'1,3%, segnale di una percezione in miglioramento circa l'efficacia dell'intervento. Al

contrario, le azioni di Credit Suisse, destinate al delisting, hanno subito una perdita superiore al 55%, allineandosi al valore implicito della proposta di fusione.

L'effetto più dirompente si è però manifestato nel mercato obbligazionario, in particolare sul segmento dei titoli subordinati AT1. La decisione delle autorità svizzere di azzerare completamente tali strumenti – precedendo perfino gli azionisti nella scala di assorbimento delle perdite – ha generato un'ondata di vendite incontrollate in tutta Europa. I rendimenti degli AT1 emessi da altre banche sono aumentati bruscamente, riflettendo il timore che la prassi svizzera potesse costituire un precedente anche in altre giurisdizioni. Di fronte a questa reazione, le autorità europee e britanniche (BCE, EBA e PRA) hanno rilasciato tempestivi comunicati per ribadire che, nel quadro normativo dell'Unione Europea e del Regno Unito, gli azionisti sarebbero sempre i primi a sopportare le perdite, a salvaguardia della gerarchia tradizionale tra equity e debito.

Nel complesso, la risposta iniziale dei mercati è stata di forte volatilità seguita da una progressiva stabilizzazione. L'indice europeo Stoxx Banks ha chiuso in rialzo, e anche negli Stati Uniti molti titoli bancari hanno registrato un rimbalzo, eccezion fatta per gli istituti più esposti, come First Republic Bank. Il commento degli analisti finanziari è stato in generale di sollievo: la fusione tra UBS e Credit Suisse ha evitato una potenziale catastrofe sistemica, fornendo un argine efficace alla crisi di fiducia che minacciava l'intero settore bancario globale.

Valutazioni di medio termine: fiducia crescente e ritorno alla stabilità

Con il completamento legale della fusione, avvenuto il 12 giugno 2023, l'attenzione si è spostata sulla capacità di UBS di gestire l'integrazione e contenere i rischi associati. Le prime evidenze sono risultate rassicuranti. Già nell'agosto 2023, UBS ha annunciato di aver rinunciato volontariamente alle garanzie statali da 9 miliardi di franchi svizzeri, destinate a coprire potenziali perdite sugli attivi ereditati da Credit Suisse. Inoltre, ha restituito integralmente i prestiti di emergenza ottenuti dalla Banca Nazionale Svizzera, dimostrando una solidità finanziaria superiore alle attese.

Tale decisione ha rafforzato la fiducia degli investitori, evidenziando come UBS fosse in grado di gestire autonomamente le conseguenze della fusione. I risultati finanziari hanno ulteriormente confermato questa percezione. Nel secondo trimestre 2023, la banca ha registrato un utile netto record di circa 29 miliardi di dollari, il più alto mai conseguito da una banca in un solo trimestre. Sebbene tale risultato sia in larga parte attribuibile al cosiddetto badwill – ovvero il guadagno contabile derivante dall’acquisto di Credit Suisse a un prezzo inferiore al suo valore contabile – la performance operativa del gruppo ha sorpreso in positivo, dissipando molti dei timori iniziali.

In termini di performance azionaria, il titolo UBS ha evidenziato una progressione costante. Tra marzo 2023 e l’inizio del 2024, le azioni UBS hanno guadagnato oltre il 60%, sovraperformando nettamente gli indici bancari europei. Il mercato ha dunque premiato la capacità di UBS di trasformare un’acquisizione forzata in un’operazione strategica vantaggiosa, capace di rafforzare la leadership della banca nella gestione patrimoniale e nella banca universale in Svizzera.

Le agenzie di rating, inizialmente caute, hanno progressivamente migliorato le loro valutazioni. S&P Global, che aveva posto UBS in creditwatch negativo, ha in seguito stabilizzato l’outlook. Fitch Ratings ha confermato il rating “A” con outlook stabile, sottolineando la resilienza patrimoniale del gruppo e la sua importanza sistemica. Anche Moody’s ha mantenuto un giudizio positivo, riconoscendo nella nuova UBS una delle realtà più sicure nel panorama bancario europeo.

Parallelamente, la stampa economico-finanziaria ha fornito interpretazioni articolate. Se testate come Bloomberg e il Financial Times hanno messo in luce le difficoltà operative e le implicazioni concorrenziali della fusione, altri commentatori hanno descritto l’operazione come una delle più profittevoli del secolo. Il presidente di UBS, Colm Kelleher, ha definito la fusione “una grande sfida, ma anche una grande opportunità”, sottolineando l’intenzione di consolidare il core business svizzero, realizzare significative sinergie di costo e preservare la robustezza

patrimoniale della banca.

In sintesi, la reazione dei mercati alla fusione tra UBS e Credit Suisse ha seguito un'evoluzione dinamica. Da un iniziale stato di panico e incertezza si è passati a un crescente consenso circa la validità dell'operazione. UBS, con una strategia di comunicazione trasparente e una gestione prudente del rischio, è riuscita a ricostruire la fiducia degli investitori, affermandosi come un protagonista rafforzato nel sistema bancario globale.

3.3.3 Impatto reputazionale

L'episodio Credit Suisse–UBS ha avuto notevoli ripercussioni sul piano reputazionale, sia per il marchio UBS in sé sia, più in generale, per l'immagine della piazza finanziaria svizzera. In questa sezione analizzeremo l'impatto sul brand UBS, con enfasi su temi di fiducia, trasparenza e responsabilità e le ricadute sulla reputazione del sistema bancario svizzero, in termini di fiducia degli investitori e attrattività verso la clientela internazionale.

L'impatto sul marchio UBS è stato molto ambiguo, l'acquisizione di Credit Suisse ha posto UBS in una posizione senza precedenti: da un lato, come “salvatore” del rivale in difficoltà, la banca ha assunto una grande responsabilità verso l'intero sistema finanziario svizzero; dall'altro, la nuova UBS si è trovata esposta a rischi reputazionali legati alle vicende di Credit Suisse e alla gestione di una fusione impopolare presso parte dell'opinione pubblica. Sin dai primi giorni, UBS ha dovuto affrontare il malcontento di diversi stakeholder. In occasione dell'assemblea generale UBS del 5 aprile 2023 (tenutasi poco dopo l'annuncio del takeover) numerosi azionisti hanno espresso frustrazione e contrarietà per come la fusione era stata imposta. Alcuni hanno definito “un insulto” essere tenuti all'oscuro di negoziati così importanti altri hanno manifestato timori per le possibili perdite di posti di lavoro e per l'impatto di un colosso bancario monopolistico sulla concorrenza interna. Un sondaggio condotto dall'istituto gfs.bern a fine marzo 2023 ha rilevato che la maggioranza dei cittadini svizzeri non supportava l'operazione di salvataggio, percependo negativamente la creazione di una banca con attivi pari

al doppio del PIL nazionale. Questo clima di opinione indica una sfida reputazionale per UBS sul fronte domestico: riconquistare la fiducia del pubblico svizzero, dimostrando di agire con trasparenza e nell'interesse del Paese, e non solo per opportunismo.

UBS ha cercato di rispondere a tali preoccupazioni enfatizzando comportamenti ispirati alla responsabilità sociale e alla trasparenza. Un segnale importante è stata la già citata rinuncia entro pochi mesi alle garanzie statali: liberandosi volontariamente del sostegno pubblico, UBS ha mostrato di voler ridurre al minimo l'onere per i contribuenti e l'ingerenza statale, rassicurando così l'opinione pubblica circa la sostenibilità dell'operazione. Inoltre, i vertici UBS hanno più volte dichiarato di essere consapevoli della responsabilità derivante dall'essere rimasta l'unica grande banca universale svizzera. Nelle comunicazioni ufficiali, il CEO Sergio Ermotti (richiamato alla guida proprio durante la crisi) e il Presidente Kelleher hanno sottolineato l'impegno di UBS a ricostruire la fiducia: tanto la fiducia dei clienti, specialmente quelli ex-Credit Suisse disorientati dall'acquisizione, quanto la fiducia del pubblico e delle autorità nel fatto che UBS agirà in modo affidabile e prudente. Sul piano operativo, UBS ha dichiarato che procederà nell'integrazione in maniera graduale e trasparente, evitando per quanto possibile interruzioni nei servizi e dando informazioni chiare ai clienti su ogni cambiamento. Ad esempio, per diversi mesi dopo il closing i due marchi sono rimasti entrambi attivi (con Credit Suisse come controllata separata) proprio per garantire continuità, e solo nel 2024 è iniziata la graduale migrazione dei clienti e l'eliminazione del marchio Credit Suisse. In parallelo, UBS ha annunciato politiche conservative in termini di dividendi e bonus: consapevole del clima politico, la banca ha temporaneamente sospeso il riacquisto di azioni proprie dopo la fusione e adottato criteri restrittivi sui compensi ai dirigenti provenienti da Credit Suisse, volti a evitare la percezione di premi a chi ha causato la crisi. Tali mosse sono state accolte positivamente dalla stampa locale, che aveva criticato aspramente i bonus passati in Credit Suisse durante gli anni di scandali.

Nonostante gli sforzi, UBS ha inevitabilmente subito alcuni danni reputazionali

indiretti derivanti dall'associazione con Credit Suisse. Le numerose vicende negative emerse su Credit Suisse negli anni precedenti, dai casi di riciclaggio e corruzione (es. scandalo Mozambico) alle grosse perdite su fondi speculativi (caso Archegos), hanno gettato ombre sul settore bancario svizzero nel complesso. Ora che UBS ha inglobato Credit Suisse, quei pregressi reputazionali rischiano di riflettersi anche su UBS, almeno nella percezione esterna. Ad esempio, grandi clienti istituzionali o investitori internazionali potrebbero chiedersi se all'interno di UBS non permangano legacy issues o culture del rischio inappropriate ereditate da Credit Suisse. UBS dovrà dunque lavorare per dimostrare discontinuità rispetto alle pratiche passate di Credit Suisse, rafforzando controlli interni e culture aziendale focalizzata su compliance e prudenza. In tal senso, gioca a favore di UBS il fatto di poter integrare selettivamente le attività di Credit Suisse: la banca ha già deciso di smantellare o vendere ampie porzioni della divisione investment banking di Credit Suisse (quella più esposta ad attività speculative e reputazionalmente rischiose), concentrandosi invece sul core business tradizionale (wealth management, retail e commercial banking in Svizzera). Ciò riduce il perimetro di potenziali futuri scandali. Inoltre, UBS sta collaborando con le autorità per risolvere le pendenze legali ereditate: ad esempio, a ottobre 2023 UBS ha concluso con le autorità statunitensi un accordo transattivo per \$388 milioni relativo alle violazioni commesse da Credit Suisse nel caso Archegos, eliminando così un'incognita. Dimostrando proattività nel sanare queste situazioni, UBS mira a voltare pagina e presentarsi come un soggetto affidabile e trasparente.

Un altro aspetto reputazionale cruciale è il rapporto di UBS con i propri dipendenti e con l'opinione pubblica interna in Svizzera. La fusione ha comportato inevitabilmente tagli di personale di grande entità: si stima che circa 50'000 posti di lavoro a livello globale possano essere eliminati a seguito dell'integrazione (tenendo conto di esuberi e uscite naturali), di cui diverse migliaia in Svizzera. Questo elemento è delicato per l'immagine di UBS "datore di lavoro" e attore sociale in Svizzera. Sindacati e associazioni del personale bancario hanno

chiesto a UBS di gestire la ristrutturazione con responsabilità, offrendo piani sociali equi e ricollocamenti. La reputazione di UBS dipenderà anche da come tratterà gli ex-dipendenti Credit Suisse: un approccio rispettoso potrebbe mitigare critiche, mentre licenziamenti brutali danneggerebbero ulteriormente l'immagine. Finora UBS ha comunicato in modo calibrato, evitando cifre ufficiali troppo allarmanti e ribadendo che molte uscite avverranno in modo graduale entro il 2025-26. Tuttavia, l'integrazione di oltre 120'000 dipendenti combinati resta una sfida interna notevole sul piano culturale e reputazionale.

Sul piano più ampio, la caduta di Credit Suisse e la conseguente concentrazione del settore bancario svizzero in un unico colosso hanno suscitato preoccupazioni circa la reputazione internazionale della Svizzera come centro finanziario affidabile e competitivo. Nei mesi successivi all'evento, numerosi media stranieri hanno commentato criticamente la vicenda. Secondo un rapporto del governo svizzero sull'immagine del Paese all'estero nel 2023, la scomparsa di Credit Suisse è stata spesso percepita come un grave colpo alla reputazione della piazza finanziaria elvetica. La notizia del tracollo di una delle due banche storiche della Confederazione ha avuto eco mondiale, generando un volume record di copertura mediatica (perlopiù temporanea ma intensa) sulla Svizzera. Ciò ha in parte offuscato la tradizionale immagine di stabilità e solidità associata al sistema bancario svizzero. In aggiunta, la modalità di intervento, con un'operazione imposta dall'alto e percepita da alcuni come favorevole agli interessi di UBS, ha sollevato interrogativi tra investitori internazionali sulla prevedibilità del quadro giuridico svizzero in situazioni di crisi. Ad esempio, gestori di fondi esteri hanno espresso timori sul fatto che in Svizzera i diritti degli obbligazionisti possano essere subordinati a necessità politiche (alla luce dell'azzeramento degli AT1), o che i normali meccanismi societari possano essere bypassati. Queste percezioni possono incidere sull'appetito degli investitori istituzionali per strumenti emessi da banche svizzere (come bond subordinati futuri) o per investimenti azionari nel settore finanziario elvetico. In altri termini, il risk premium percepito per il "fattore Svizzera" potrebbe essere temporaneamente aumentato. Ne è prova il

fatto che, nei mesi successivi alla crisi, alcune emissioni obbligazionarie di UBS e di altre banche cantonali svizzere hanno offerto rendimenti leggermente più alti rispetto a competitor esteri con rating simili, segno di una cautela aggiuntiva richiesta dal mercato.

D'altro canto, va notato che la reattività e la determinazione delle autorità svizzere nel gestire la crisi hanno anche riscosso apprezzamenti, contribuendo a contenere i danni di immagine. La rapidità con cui si è trovata una soluzione per Credit Suisse, evitando il panico generalizzato, è stata vista da alcuni osservatori come prova della resilienza del sistema elvetico. Già a fine 2023, il clima mediatico internazionale sull'argomento era notevolmente calato, segno che l'episodio è stato assorbito senza conseguenze di lungo termine irreversibili sulla percezione esterna della Svizzera. In un comunicato dell'Associazione Svizzera dei Banchieri del 2023 si sottolineava come, nonostante la crisi di Credit Suisse, la piazza bancaria svizzera abbia complessivamente dato prova di grande stabilità e rimanga prospera e sicura. Si evidenzia che il tracollo di Credit Suisse è dipeso più da idiosyncratic factors (errori gestionali specifici) che da debolezze strutturali del sistema (swissbanking.ch). Questo messaggio, fatto proprio anche dalla BNS e dal Consiglio federale, mira a rassicurare investitori e clienti internazionali che il sistema bancario elvetico nel suo complesso resta affidabile. Del resto, durante la crisi Credit Suisse non si sono registrati problemi di tenuta presso le altre banche svizzere, molte delle quali hanno continuato a presentare bilanci solidi e ad attirare flussi (in particolare alcune banche regionali e gestori patrimoniali hanno visto affluire fondi spostati da Credit Suisse). Inoltre, la posizione di leader mondiale nel private banking di UBS potrà addirittura consolidarsi grazie all'acquisizione, mantenendo alto l'appel della Svizzera per i grandi patrimoni: dopo la fusione, UBS gestisce oltre 5'000 miliardi di dollari di attivi, rafforzando il ruolo di Zurigo e Ginevra come hub finanziari globali.

Nel bilancio reputazionale finale, la Svizzera ha certamente subito un colpo (l'onta del fallimento di una sua banca di punta) ma ha anche dimostrato capacità di gestione della crisi. Il vero banco di prova sarà nel medio-lungo periodo: la nuova UBS dovrà operare in modo

irreprensibile, perché uno scandalo futuro colpirebbe doppiamente l'immagine del Paese, non essendoci più il contrappeso di un secondo grande attore nazionale. Le autorità svizzere sembrano aver compreso questa sfida reputazionale: come si vedrà nella sezione seguente, sono in cantiere riforme normative anche per rafforzare la fiducia e la trasparenza nel sistema, così da riconfermare l'attrattiva della piazza finanziaria elvetica agli occhi del mondo.

3.4 Le reazioni istituzionali e il dibattito politico in Svizzera: tra responsabilità, indagini e riforme

Il collasso di Credit Suisse e la conseguente fusione d'urgenza con UBS hanno scosso in profondità il sistema politico e istituzionale svizzero, aprendo un ampio dibattito su cause, responsabilità e possibili riforme del quadro normativo vigente. L'eccezionalità dell'intervento, condotto in tempi rapidissimi e con modalità straordinarie, ha messo in discussione la capacità delle autorità di vigilanza e degli organi politici di prevenire e gestire crisi sistemiche in maniera tempestiva ed efficace. Ne è scaturita una riflessione istituzionale articolata, che ha coinvolto il Parlamento, il Consiglio federale e gli enti di supervisione finanziaria, con l'obiettivo di individuare le criticità del passato e delineare le direttrici di un futuro rafforzamento della resilienza del sistema bancario nazionale.

Tra le prime risposte del legislatore svizzero si colloca l'iniziativa dell'Ufficio del Consiglio nazionale, che già nell'aprile 2023 ha proposto, all'unanimità, l'istituzione di una Commissione parlamentare d'inchiesta (CPI) sulla gestione della vicenda Credit Suisse. Si tratta di uno strumento di indagine straordinario, previsto in casi di particolare rilevanza e utilizzato di rado nella prassi parlamentare elvetica. La CPI è stata formalmente costituita l'8 giugno 2023, con una composizione paritetica di membri delle due Camere federali. Il suo mandato era quello di esaminare in profondità l'operato del Consiglio federale, dell'Amministrazione federale (in particolare il Dipartimento delle Finanze) e delle principali autorità di vigilanza coinvolte, ovvero la FINMA e la Banca Nazionale Svizzera (BNS).

Nel corso di oltre un anno di attività, la Commissione ha condotto audizioni con ministri, dirigenti pubblici e rappresentanti delle due banche coinvolte, raccogliendo documentazione e testimonianze finalizzate a ricostruire le fasi della crisi e l'efficacia dell'azione istituzionale. Il rapporto finale, presentato il 20 dicembre 2024 e discusso dal Parlamento nella sessione primaverile del 2025, si compone di oltre 500 pagine e rappresenta uno dei documenti di analisi più completi mai prodotti su un evento finanziario nella storia recente della Svizzera.

Le conclusioni della CPI sono chiare nel delineare una catena di responsabilità e omissioni. Il rapporto attribuisce le colpe principali del dissesto a una “cattiva gestione protratta per anni” da parte del Consiglio di amministrazione e del management di Credit Suisse, accusati di avere alimentato, attraverso errori strategici, scandali e una gestione opaca, una perdita progressiva e sistematica della fiducia da parte degli investitori e dei clienti. Secondo la Commissione, la banca era ormai divenuta altamente vulnerabile: bastava “poco per destabilizzarla”, a causa dell'accumulo di fragilità strutturali non risolte.

Parallelamente, il documento evidenzia le responsabilità indirette delle autorità pubbliche. Sebbene la CPI non riconosca al Consiglio federale, alla FINMA e alla BNS una responsabilità causale diretta nel fallimento della banca, sottolinea una serie di ritardi, inadempienze e sottovalutazioni che hanno indebolito il contesto normativo e regolamentare, rendendolo inadeguato ad affrontare una crisi di simile portata. La Svizzera, si osserva, era stata tra le prime nazioni ad adottare misure per le banche “too big to fail” dopo la crisi del 2008, ma tali riforme hanno progressivamente perso impulso. Dal 2015 in poi, il processo di adeguamento si è arenato e strumenti fondamentali come il Public Liquidity Backstop (PLB) – richiesto sin dal 2018 da FINMA e BNS – non erano ancora stati implementati al momento dello scoppio della crisi.

Il Consiglio federale, afferma la CPI, ha mostrato un atteggiamento esitante e poco lungimirante. La mancanza di tempestività nell'aggiornare la legislazione bancaria e il ripetuto rinvio delle scadenze per la conformità alle norme TBTF hanno contribuito a creare un quadro normativo debole. Esemplare, in tal senso, è il caso del PLB: benché già identificato come

strumento cruciale, esso è stato proposto formalmente solo nel 2022, costringendo le autorità a ricorrere al diritto d'urgenza per colmare la lacuna normativa nel marzo 2023.

Nonostante queste criticità, la Commissione riconosce che l'intervento d'urgenza abbia evitato conseguenze potenzialmente catastrofiche. In un passaggio significativo del rapporto si afferma che “le autorità politiche hanno scongiurato, seppure in extremis, una crisi finanziaria globale”. Tale giudizio, se da un lato valorizza l'efficacia della risposta in termini di contenimento del rischio sistemico, dall'altro denuncia l'assenza di un assetto normativo sufficientemente robusto da prevenire o gestire anticipatamente l'emergenza.

Il dibattito istituzionale e parlamentare innescato dalla vicenda ha quindi evidenziato la necessità di un ripensamento strutturale delle norme sulla stabilità bancaria e sulle procedure di intervento straordinario. Il caso Credit Suisse ha posto l'accento su temi centrali quali la trasparenza decisionale, la responsabilità politica e l'equilibrio tra rapidità dell'azione pubblica e tutela dello Stato di diritto. Le proposte di riforma che sono emerse nel corso del dibattito mirano non solo a rafforzare gli strumenti a disposizione delle autorità, ma anche a rendere più chiaro e vincolante il quadro di garanzie per tutti gli stakeholder coinvolti in operazioni di salvataggio bancario.

In definitiva, il terremoto Credit Suisse si è rivelato un catalizzatore di autocritica e di ripensamento istituzionale. Il lavoro della CPI ha rappresentato un momento cruciale di accountability politica e tecnica, ponendo le basi per una riforma sistemica che, se attuata con coerenza, potrà rafforzare la credibilità e la resilienza del sistema finanziario svizzero nei confronti delle sfide future.

3.5 Evoluzione dei tassi d'interesse e dell'offerta di credito nel contesto post-fusione

La fusione d'urgenza tra UBS e Credit Suisse ha inevitabilmente influenzato, direttamente e indirettamente, l'evoluzione dei tassi d'interesse e della dinamica creditizia in Svizzera nel periodo successivo all'operazione. Se da un lato le condizioni macroeconomiche globali e la

politica monetaria restrittiva della Banca Nazionale Svizzera (BNS) hanno rappresentato i principali driver dell'andamento dei tassi, dall'altro l'assorbimento di Credit Suisse da parte di UBS ha modificato alcuni equilibri concorrenziali, contribuendo a plasmare la struttura dell'offerta bancaria e le scelte di pricing dei principali attori del settore.

Nel corso del biennio 2022–2023, la BNS ha intrapreso una serie di rialzi del tasso guida, portandolo dallo 0% all'1,75% tra marzo e giugno 2023, nel tentativo di contenere le pressioni inflazionistiche e difendere il franco svizzero. Questa dinamica si è riflessa in un marcato aumento dei tassi d'interesse praticati dalle banche svizzere, in particolare nel comparto ipotecario: il tasso ipotecario di riferimento, utilizzato anche per l'adeguamento dei canoni d'affitto, è salito per la prima volta dal 2008, passando dall'1,25% all'1,75% entro la fine del 2023. Di conseguenza, i mutui casa a tasso fisso, che negli anni precedenti si collocavano attorno all'1%, hanno raggiunto livelli superiori al 2–3%, adeguandosi al rialzo del SARON e ai tassi di mercato.

Tuttavia, mentre i tassi attivi hanno subito un incremento significativo, i tassi passivi, ossia gli interessi riconosciuti ai depositanti, sono cresciuti molto più lentamente. Le banche hanno sfruttato il contesto di rialzo generalizzato per ampliare i propri margini netti da interesse: secondo la BNS, tra il 2022 e il 2023 gli interessi attivi sui prestiti sono aumentati mediamente di due punti percentuali, mentre quelli passivi verso la clientela sono cresciuti di soli 0,4–0,5 punti. Il risultato è stato un miglioramento del margine d'interesse, che ha trainato gli utili del settore bancario svizzero a livelli record. In questo scenario, l'effetto diretto della fusione UBS–CS si è manifestato in modo più evidente nella strategia commerciale di UBS: al fine di evitare deflussi da parte della clientela ex–Credit Suisse, UBS ha adottato politiche più aggressive sulla remunerazione dei depositi, in particolare per clienti facoltosi e depositi vincolati, offrendo condizioni più favorevoli rispetto alla media di mercato. Non si è osservata, invece, una significativa deviazione nel pricing dei crediti, che ha continuato a seguire l'andamento generale del mercato.

Per quanto riguarda l'offerta di credito, il timore di una possibile stretta creditizia a seguito della fusione non si è concretizzato. Anzi, i dati disponibili mostrano una crescita moderata ma costante dei volumi di prestiti bancari. Gli impieghi ipotecari hanno registrato un aumento del 2,3% nel 2023, confermando una certa continuità rispetto al trend degli anni precedenti. Anche il credito al consumo e i finanziamenti alle piccole e medie imprese (PMI) hanno mantenuto una dinamica stabile, con previsioni di crescita per il 2024 in linea con la media storica. Ciò è stato possibile grazie alla solidità patrimoniale e reddituale delle banche svizzere, che si sono dimostrate in grado di assorbire gli shock senza ridurre l'erogazione di credito all'economia reale.

Tuttavia, la fusione ha avuto impatti differenziati a seconda dei segmenti di clientela e della tipologia di istituti bancari. In ambito ipotecario, le banche cantonali e cooperative – come Raiffeisen – hanno consolidato la loro leadership, erogando la maggior parte dei nuovi mutui. UBS, pur ampliata con l'assorbimento di Credit Suisse, non ha significativamente aumentato la sua quota di mercato, che resta attorno al 25%. Nel comparto corporate, invece, si sono osservati deflussi di clientela aziendale, con alcune grandi imprese che hanno trasferito linee di credito da Credit Suisse verso istituti alternativi, sia nazionali che internazionali. La nuova UBS ha infatti iniziato un'opera di revisione e razionalizzazione dei portafogli ereditati, con l'intento di eliminare esposizioni ritenute eccessivamente rischiose. Tale strategia ha prodotto una certa contrazione dell'offerta per alcune aziende, specialmente per quelle che in precedenza si avvalevano di rapporti simultanei con entrambe le banche.

La maggiore concentrazione nel settore bancario elvetico ha sollevato interrogativi sulla concorrenza e sull'accesso al credito. Con UBS che ora detiene oltre un quarto dei crediti e dei depositi bancari svizzeri, si è venuto a creare un nuovo equilibrio in cui le banche cantonali, cooperative e istituti esteri giocano un ruolo fondamentale nel garantire la pluralità dell'offerta. L'indagine congiunta della FINMA e della Commissione della concorrenza (COMCO), conclusasi nel giugno 2024, ha escluso che la fusione abbia generato un abuso di posizione

dominante, ma ha sottolineato la necessità di una vigilanza rafforzata. In particolare, il Sorvegliante federale dei prezzi ha avviato un monitoraggio specifico sull'evoluzione dei tassi d'interesse praticati dalla nuova UBS, per prevenire eventuali derive anticoncorrenziali e garantire condizioni eque per la clientela retail e aziendale.

Le considerazioni degli analisti convergono su un punto essenziale: gli effetti sistemici della fusione emergeranno pienamente nel medio-lungo periodo. Nel breve termine, l'operazione ha evitato un collasso disordinato del sistema bancario, salvaguardando la continuità dell'offerta di credito. Ma nel tempo, la minore concorrenza nel segmento delle grandi banche potrebbe tradursi in una riduzione della pressione competitiva su prezzi e condizioni. A bilanciare questo rischio concorrono diversi fattori: la forza delle banche regionali e cooperative, la presenza di istituzioni finanziarie estere, la crescente rilevanza di attori non bancari (come fondi di debito e mercati obbligazionari) e, infine, l'attenzione delle autorità regolatorie. Questi elementi contribuiscono a mantenere il sistema del credito svizzero resiliente e contendibile, anche in un contesto di maggiore concentrazione.

In definitiva, nel biennio 2023–2024, l'impatto della fusione tra UBS e Credit Suisse su tassi d'interesse e credito bancario si è intrecciato con dinamiche macroeconomiche più ampie, ma ha anche evidenziato cambiamenti strutturali nella distribuzione del potere bancario. Il sistema ha mostrato tenuta, ma il monitoraggio degli sviluppi futuri resta fondamentale per garantire che la concentrazione bancaria non si traduca in effetti negativi per famiglie, imprese e consumatori svizzeri.

Conclusioni

La ricerca condotta ha permesso di raggiungere pienamente l'obiettivo prefissato, ovvero quello di analizzare in modo critico e approfondito le implicazioni normative, gestionali e giuridiche della fusione tra UBS e Credit Suisse, un evento che ha ridefinito il panorama del settore bancario svizzero e internazionale. Il lavoro ha esplorato come le deroghe normative straordinarie e le misure adottate dalle autorità svizzere abbiano influito sugli equilibri di governance, sulla tutela degli stakeholder e sulla stabilità finanziaria, fornendo una solida base di riflessione sull'efficacia del sistema normativo svizzero nel gestire situazioni di emergenza. La ricerca ha evidenziato come il quadro normativo elvetico sia stato adattato per rispondere all'urgenza della crisi, dimostrando una notevole flessibilità ma al contempo sacrificando aspetti fondamentali come la trasparenza, la partecipazione degli azionisti e il principio di certezza del diritto.

I risultati principali hanno evidenziato le numerose criticità emerse durante il processo di fusione. In primo luogo, le deroghe normative concesse, inclusa l'esenzione antitrust e l'azzeramento dei bond Additional Tier 1 (AT1), hanno sollevato interrogativi sulla proporzionalità e sull'equità delle decisioni adottate. L'azzeramento dei bond AT1, per un totale di 16 miliardi di franchi svizzeri, ha rappresentato una scelta senza precedenti, controversa sia a livello giuridico che economico, che ha messo in luce l'asimmetria nel trattamento dei creditori subordinati rispetto agli azionisti ordinari. Sebbene tale misura sia stata giustificata dalla necessità di preservare la stabilità del sistema finanziario, essa ha alimentato controversie legali e critiche verso il sistema normativo, minando la fiducia degli investitori. Inoltre, la compressione dei diritti degli azionisti di Credit Suisse, concretizzatasi nell'esclusione delle assemblee generali dal processo decisionale e nella compensazione di soli 0,76 franchi svizzeri per azione, ha generato un diffuso malcontento. Tali decisioni, pur necessarie per garantire l'efficienza operativa in un contesto di crisi acuta, hanno evidenziato un chiaro sbilanciamento

tra la rapidità delle azioni intraprese e la salvaguardia dei diritti degli stakeholder. La fusione ha avuto implicazioni significative anche sul piano della governance e della concentrazione bancaria. L'integrazione tra UBS e Credit Suisse ha portato alla creazione di un'entità bancaria dominante, capace di controllare circa il 30% del mercato svizzero del credito e dei depositi. Sebbene tale concentrazione sia stata ritenuta una soluzione inevitabile per evitare il collasso sistemico, essa ha sollevato preoccupazioni sulle future dinamiche di concorrenza e sulla sostenibilità del mercato bancario svizzero. L'accresciuta posizione dominante di UBS, pur garantendo una maggiore stabilità nel breve termine, pone interrogativi su possibili impatti negativi a lungo termine, tra cui la riduzione della competitività, l'aumento dei costi per i consumatori e la limitazione della diversità di offerta nel settore finanziario. Le modifiche nella governance post-fusione, con un'accentuata centralizzazione delle decisioni strategiche e l'introduzione di nuovi meccanismi di compliance, riflettono l'intento di armonizzare le operazioni delle due entità, ma sollevano anche interrogativi sull'equilibrio tra efficienza organizzativa e tutela degli interessi delle minoranze azionarie. L'analisi critica dei risultati ha permesso di contestualizzare il caso UBS-Credit Suisse all'interno del panorama della letteratura esistente e dei casi analoghi analizzati. Rispetto a fusioni bancarie avvenute in altre giurisdizioni, come negli Stati Uniti o nell'Unione Europea, il sistema normativo svizzero si è distinto per una maggiore flessibilità operativa, ma al costo di sacrificare la trasparenza e il coinvolgimento degli stakeholder. L'approccio decisionale adottato in Svizzera, caratterizzato dall'uso di deroghe normative straordinarie, si è discostato significativamente da quello osservato in contesti internazionali dove, anche in situazioni di crisi, si è spesso cercato di preservare un equilibrio tra stabilità finanziaria e protezione degli investitori. Questo confronto ha evidenziato come il modello svizzero, pur garantendo risultati immediati in termini di stabilizzazione del sistema, abbia creato criticità che potrebbero compromettere la percezione di affidabilità del quadro normativo nel lungo termine. Nonostante i risultati raggiunti, la ricerca presenta alcune limitazioni. L'utilizzo di fonti

secondarie e l'assenza di accesso a documenti riservati o non pubblicamente disponibili potrebbero aver condizionato la profondità dell'analisi. Inoltre, l'impossibilità di monitorare gli effetti a lungo termine della fusione e delle modifiche normative introdotte rappresenta un limite significativo per la comprensione completa delle implicazioni strutturali ed economiche dell'operazione. Questi aspetti evidenziano la necessità di ulteriori studi in grado di esaminare l'impatto futuro della fusione sulla regolamentazione bancaria, sulle dinamiche di mercato e sulla fiducia degli investitori.

Le prospettive per ricerche future includono l'analisi delle conseguenze normative e di mercato derivanti dalla fusione UBS-Credit Suisse, con particolare attenzione al monitoraggio della stabilità del nuovo gruppo bancario e alla percezione degli stakeholder internazionali. Sarebbe auspicabile investigare ulteriormente le implicazioni della concentrazione bancaria sul panorama economico svizzero, nonché esplorare soluzioni normative volte a bilanciare meglio trasparenza e rapidità decisionale. In particolare, riforme legislative potrebbero rafforzare la partecipazione degli stakeholder nei processi decisionali e migliorare la resilienza del sistema normativo in previsione di future crisi.

Sul piano personale, l'esperienza di ricerca ha offerto l'opportunità di approfondire le interazioni tra diritto, economia e finanza, permettendo di analizzare criticamente le vulnerabilità dei sistemi bancari in contesti di crisi sistemica. Questo lavoro ha rappresentato non solo un'occasione per contribuire alla letteratura accademica, ma anche uno strumento per comprendere come le scelte normative e di governance influenzino il funzionamento di un'economia sempre più interconnessa. L'auspicio è che la ricerca possa fornire un contributo utile sia al dibattito accademico sia alla definizione di politiche future, contribuendo a rafforzare la resilienza e l'equità del sistema finanziario in un mondo caratterizzato da crescenti incertezze e vulnerabilità.

Bibliografia

- ance/M&A - Switzerland. International Law Office. https://mll-legal.com/wp-content/uploads/2019/12/ILO_May_2012.pdf
- Vogt, N. P., & Watter, R. (1995). Mergers & acquisitions in Switzerland (Second Edition). Helbing & Lichtenhahn. https://media.baerkarrer.ch/karmarun/image/upload/baerkarrer/4_3_1.pdf
- Yang, X. (2024). Causes and performance analysis of UBS acquisition of Credit Suisse. Transactions on Economics, Business and Management Research, 14, 1–8. <https://wepub.org/index.php/TEBMR/article/download/4301/4845/8848>
- Zamora, M. Z. (2013). Mergers and Acquisitions: A Compliance Perspective. Supervisory Insights, 10-19. <https://www.fdic.gov/regulations/examinations/supervisory/insights/sisum13/sisummer13-article2.pdf>
- Abbà, F., & De Vogli, S. (2007). Le esperienze di bilancio sociale nella rete del Consorzio CGM. Impresa Sociale, 17(2), 113-130. <https://rivistaimpresasociale.s3.eu-central-1.amazonaws.com/archivio-rivista/Impresa-Sociale-2007-1.pdf#page=183>
- Abegglen, S., Weber, P., Bono, D., & Huber, A. (2011). Too big to fail and Basel II: Switzerland at the forefront. In Capital Markets Handbook 2011 (pp. 1–5). Practical Law Company. <https://www.nkf.ch/app/uploads/2022/10/Too-big-to-fail-and-Basle-III-Niederer-Kraft-Frey-Ltd.pdf>
- Alvaro, S., & Ciccagliani, P. (2012). *I Fondi Sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici* (Discussion paper n. 3). CONSOB. <https://www.eticanews.it/wp-content/uploads/2012/07/Consob-Fondi-sovrani.pdf>
- Associazione Bancaria Ticinese – *Note sul sistema bancario (2024)* abti.chtio.ch
- Astori, R., & Bosetti, L. (2009). Crisi economica e modelli di corporate governance. Università degli Studi di Brescia. <https://iris.unibs.it/bitstream/11379/98933/1/50%20LB%20-%20Crisi%20economica%20e%20modelli%20di%20corporate%20governance.pdf>
- Auer, R., & Kraenzlin, S. (2011). International liquidity provision during the financial crisis: A view from Switzerland. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 93(6), 409–417. https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/publications/frbslreview/rev_stls_2011_v93_no6.pdf

Auer, S., Ganarin, M., & Towbin, P. (2017). International banking and cross-border effects of regulation: Lessons from Switzerland. *International Journal of Central Banking*, 13(S1), 65–93. <https://www.ijcb.org/journal/ijcb17q1a3.pdf>

Banca Nazionale Svizzera – *Stabilità del sistema finanziario: Settore bancario svizzero* snb.ch

Baranzini, M., Bernasconi, M., Ratti, R., & Weiss, A. (2015). Oltre metà guado: Politica di sviluppo economico, 2016-20 Situazione, prospettive, ipotesi d'azione [Working paper, Bellinzona]. <http://m3.ti.ch/DFE/cartellastampa/pdf-cartella-stampa-475340557631.pdf>

Barni, G. (2016). IL C.D. BAIL-IN: PROFILI PROBLEMATICI [Tesi di dottorato, Università degli Studi di Pisa]. <https://core.ac.uk/download/pdf/79622782.pdf>

Bash, A., Al-Awadhi, A. M., Alsaifi, K., & Algharabali, B. G. (2024). Takeover of Credit Suisse and Stock Market Outcomes: An Event Study of the Swiss Stock Exchange. *Pak. j. life soc. Sci.*, 22(2), 1868-1882. <https://doi.org/10.57239/PJLSS-2024-22.2.00131>

Bassanini, F., & Reviglio, E. (2011). Financial stability, fiscal consolidation and long-term investment after the crisis. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2011(1), 23-68. http://bassanini.it/public/OECDlong-term-investment_after_crisis_DEF.pdf

Birchler, U., Bühner, C., Ettlin, D., & Forrer, F. (2011). The International Private Banking Study. Universität Zürich. <https://disco-legacy-data.s3.eu-central-1.amazonaws.com/public/upload/6/4/6477.pdf>

Bottiglioni, A. (2016). Legal Entity Identifier: uno strumento per i mercati OTC [Tesi di dottorato, Università degli Studi di Padova]. https://thesis.unipd.it/bitstream/20.500.12608/23751/1/Bottiglioni_Alessia.pdf

Bottinelli, I., Cattelan, S., & Vorpe, S. (2020). Novità legislative nel campo del diritto tributario. *RIVISTA TICINESE DI DIRITTO*, II, 675-727. https://repository.supsi.ch/13067/1/RtiD_II-2020_estratto_Bottinelli_Cattelan_Vorpe.pdf

Brown, M., & Graf, R. (2013). Financial literacy, household investment and household debt. *Working Papers on Finance*, Numero 13/1, 1–23. Swiss Institute of Banking and Finance, University of St. Gallen. <https://ux-tauri.unisg.ch/RePEc/usg/sfwpfi/WPF-1301.pdf>

Bühner, C., Hubli, I., & Marti, E. (2005). The regulatory burden in the Swiss wealth management industry. *Financial Markets and Portfolio Management*, 19(1), 99–108. https://doc.rero.ch/record/317812/files/11408_2005_Article_2299.pdf

- Caiapi, A. (2017). INCORPORAZIONE E FUSIONE DELLE BANCHE: UNA PANORAMICA SULL'ITALIA E SULL'EUROPA [Tesi di dottorato, Università degli Studi di Padova]. https://thesis.unipd.it/bitstream/20.500.12608/24793/1/Caiapi_Andrea.pdf
- Carletti, E., & Vives, X. (2008). Regulation and competition policy in the banking sector (OP-159). IESE Business School. <https://www.iese.edu/media/research/pdfs/OP-0159-E.pdf>
- Casiello, M. (2022). Note a caldo sugli Orientamenti della Commissione UE sull'applicazione del diritto della concorrenza dell'Unione agli accordi collettivi dei lavoratori autonomi individuali. *Lavoro Diritti Europa*, 3, 2-17.
https://www.lavorodirittieuropa.it/images/casiello_1.pdf
- Cassinis, P. (1997). Liberalizzazione dei servizi e delle infrastrutture di telecomunicazioni in ambito comunitario: Prime considerazioni sulla direttiva full competition.
<https://www.dirinf.it/wp-content/uploads/2023/10/3.-PAOLO-CASSINIS-LIBERALIZZAZIONE-DEI-SERVIZI-E-DELLE-INFRASTRUTTURE-DI-TELECOMUNICAZIONI-IN-AMBITO-COMUNITARIO-PRIME-CONSIDERAZIONI-SULLA-DIRETTIVA-FULL-COMPETITION.pdf>
- Chesney, M. (2023). Credit Suisse: The Party is Over. *The London Economic Newspaper*, 1-6.
<https://doi.org/10.5167/uzh-252601>
- Chieragatti, C. (2017). La riforma delle Banche Popolari: Motivazioni, prospettive e delusioni del cambiamento di governance [Tesi di dottorato, Università degli Studi di Padova].
https://thesis.unipd.it/bitstream/20.500.12608/26057/1/Chieragatti_Chiera.pdf
- Ciraolo, F., & Savasta, F. (2024). Senior non-preferred bonds. *Quaderni giuridici*, 30, 3.
<https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2024/01/Quaderno-giuridico-Consob-gennaio-2024-n.-30.pdf>
- Consiglio federale svizzero – *Rapporto sulla stabilità delle banche (2023)* [newsd.admin.ch](https://www.admin.ch/newsd.admin.ch)
- Corriere del Ticino – *Valutazione normativa “Too big to fail” (2015)* [cdt.chcdt.ch](https://www.cdt.chcdt.ch)
- Codice delle Obbligazioni svizzero; Legge federale sulla fusione, la scissione, la trasformazione e il trasferimento di patrimonio (LFus); Ordinanza federale urgente del 19 marzo 2023 (CS-UBS); IFLR, “Takeover of Credit Suisse by UBS – critical issues...”*
- Cosset, J.-C., & Meknassi, S. (2013). Are cross-listed firms superior targets? HEC Montréal; Sherbrooke University.

https://www.efmaefm.org/0efmameetings/efma%20annual%20meetings/2014-Rome/papers/EFMA2014_0627_fullpaper.pdf

Dermine, J. (1999). The Economics of Bank Mergers in the European Union, a Review of the Public Policy Issues. INSEAD. https://www.insead.edu/sites/insead/files/assets/faculty-personal-site/jean-dermine/documents/7_bankmergers1999.pdf

Di Fazio, G. (2023). Il disegno di legge svizzero sulla tutela giurisdizionale collettiva. Pacini Giuridica. <https://www.judicium.it/wp-content/uploads/2022/06/Di-Fazio.pdf>

Di Nicola, A. (2006). Il sommerso nella fiscalità internazionale: I paradisi fiscali [Tesi di dottorato, Università degli Studi "G. D'Annunzio"]. <https://www.gclegal.it/wp-content/uploads/2017/05/236.-Di-Nicola-tesi.pdf>

Dogan, I. D., & Medvidović, L. (2023). Generative AI in education: Strategic forecasting and recommendations. Zagreb School of Economics and Management. https://www.heic.hr/wp-content/uploads/2024/04/heic_proceedings_2023.pdf#page=44

Draghi, M. (2008). Un sistema con più regole, più capitale, meno debito, più trasparenza. Senato della Repubblica. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2008/draghi_211008.pdf

du Pasquier, S. R., Hünerwadel, P., Tranchet, M., Menoud, V., & Meier, F. (2023). The Banking Regulation Review: Switzerland. The Law Reviews. Lenz & Staehelin. https://www.lenzstaehelin.com/fileadmin/user_upload/The_Banking_Regulation_Review_2023_-_The_Law_Reviews.pdf

Dutz, M., Us, M., & Yılmaz, K. (2004). Turkey's foreign direct investment challenges: Competition, the rule of law, and EU accession. The World Bank; SETBIR; Koç University. http://eco.ieu.edu.tr/wp-content/Turkey_FDI_EUAccession.pdf

Eberhardt, P. (2014). Investment protection at a crossroads. International Policy Analysis, 1-16. Friedrich-Ebert-Stiftung. <https://library.fes.de/pdf-files/iez/global/10875.pdf>

Euronews/ANSA – *Completamento fusione UBS–Credit Suisse (2023)*it.euronews.com

Fagetan, A. M. (2024). The banking crisis of 2023: new challenges in the banking supervision and regulation. *Euro-Balkan Law and Economics Review*, n. 2/2024, 27–89.

<https://ojs.cimdoc.uniba.it/index.php/law/article/download/2034/1823>

Fazio, E. (2023). Le eccezioni del diritto della concorrenza per contrastare la povertà energetica. *Dirittifondamentali.it*, 2/2023, 418-436. <http://dirittifondamentali.it/wp-content/uploads/2023/07/E-Fazio-Le-eccezioni-del-diritto-della-concorrenza-.pdf>

Feldbaum, E., Kisgen, S., & Faix, W. G. (2019). International Business Law Projects (Tomo 1). Steinbeis-Edition. <https://www.steinbeis-sibe.de/wp-content/uploads/2021/08/SIBE-International-Business-Law-Projects-1.pdf>

Fici, A. (2017). L'Ente del Terzo Settore come modello organizzativo per lo svolgimento di attività formativa d'interesse generale. *RASSEGNA CNOS*, 3, 51-69. https://www.cnos-fap.it/sites/default/files/articoli_rassegna/ente_terzo_settore.pdf

FINMA – *Regolamentazione “Too big to fail” e vigilanza sulle banche* [chcfd.ch](http://www.chcfd.ch)

Fratea, C. (2018). I rapporti tra ordinamento dell'Unione europea e organismi sportivi dopo la sentenza Meca-Medina. *JusOnline*, 1/2018, 152-177. <https://jusvitaepensiero.mediabiblos.it/news/allegati/Fascicolo-I---2018-154-179%20Fratea.pdf>

Gallagher, K. P. (2010). Policy space to prevent and mitigate financial crises in trade and investment agreements (G-24 Discussion Paper Series n. 58). United Nations Conference on Trade and Development. <https://core.ac.uk/download/pdf/6654540.pdf>

Galli, M. (2019). Crisi economica e diritto penale [Tesi di dottorato, Università degli Studi della Tuscia]. https://dspace.unitus.it/bitstream/2067/43661/1/gallim_tesid.pdf

Gnos, U., & Vischer, M. (2020). Private mergers and acquisitions in Switzerland: overview. Thomson Reuters. <https://www.walderwyss.com/assets/content/publications/Private-mergers-and-acquisitions-in-Switzerland-overview-1.pdf>

Grünwald, S. (2023). The emergency takeover of Credit Suisse. EBI. https://ebi-europa.eu/wp-content/uploads/2023/06/20230530_The-rescue-merger-of-Credit-Suisse-Seraina-Grunewald.pdf

Härle, P., Lüders, E., Papanides, T., Pfetsch, S., Poppensieker, T., & Stegemann, U. (2010). Basel III and European banking: Its impact, how banks might respond, and the challenges of implementation. McKinsey & Company. <https://www.traderiskconsulting.com/s/Basel->

[III_Basel-III-and-European-banking-Mckinsey.pdf](#)

Hellwig, M. (2018). Germany and the Financial Crises 2007 – 2017. Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Bonn, and University of Bonn.

<https://www.bundesbank.de/resource/blob/759000/c7f985a2adbf1c54ba385406a4b5294/472B63F073F071307366337C94F8C870/2018-06-15-stockholm-06-paper-hellwig-data.pdf>

Jackson, H. (2015). The international experience with negative policy rates (Staff Discussion Paper n. 2015-13). Bank of Canada. <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2015/11/dp2015-13.pdf>

Jorio, A., & Sassani, B. (2016). Trattato delle procedure concorsuali (V ed.). Giuffrè Editore. <https://boa.unimib.it/bitstream/10281/164189/1/198%29%20Gli%20aiuti%20di%20Stato%20nella%20BRRD%20e%20nella%20comunicazione...%20Trattato%20delle%20Procedure%20Concorsuali%20-%20Giuffr%C3%A8%202017.pdf>

Kunz, P. V. (2010). Swiss Corporate Governance – an Overview. University of Bern Law School. https://www.rechtswissenschaft.unibe.ch/e_dep_dwr/inst_iwr/content/ueber_uns/prof_dr_peter_v_kunz/e163474/e192613/e192616/files192621/2010_099-134KUNZ.pdf

Lāce, K. (2023). Methods for supporting information system integration in the post-merger context [Tesi di dottorato, Riga Technical University]. RTU Press. <https://doi.org/10.7250/9789934229633>

Landi, A., & Venturelli, V. (2017). LE PROSPETTIVE DELL'ASSET MANAGEMENT Tra sviluppo del mercato dei capitali e cambiamenti dei modelli di business bancari (N. 19). Centro Studi Banca e Finanza. <http://155.185.68.2/ShortNotesCefin/CEFIN-SN19.pdf>

Marenot, D. (2010). Declaratoria sulla tesi di dottorato [Tesi di dottorato]. <https://tesidottorato.depositolegale.it/bitstream/20.500.14242/168770/1/1217462.pdf>

Melnarowicz, K. (2024). The impact of catastrophic events of the black swan type on the mergers and acquisitions market illustrated by the banking sector. Bank i Kredyt, 55(2), 201-220. https://bankikredyt.nbp.pl/content/2024/02/bik_02_2024_04.pdf

Menegatto, M. (2017). Vite precarie e indebitate. Job loss, disagio psicologico e rappresentazioni sociali della crisi economica [Tesi di dottorato, Università degli Studi di

Verona].

<https://tesidottorato.depositolegale.it/bitstream/20.500.14242/113364/1/MenegattoM-Tesi-DottoratoDEF.pdf>

Messore, A., & Bonardi, F. (2023). Crisi bancarie e strumenti Additional Tier 1: il caso Credit Suisse. Lexia. https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2023/04/2023_Messore-Bonardi-II-caso-Credit-Suisse.pdf

Morello, F. (2022). Le vie tortuose della nullità delle clausole di indicizzazione. I mutui in valuta estera ai consumatori al vaglio della Cassazione. Pactum Rivista di diritto dei contratti, 2/2022, 179–188. <https://rivistapactum.it/app/uploads/2022/06/2-Morello.pdf>

Neven, D., e von Ungern-Sternberg, T. (1998). The competitive impact of the UBS-SBC mergers. HEC, University of Lausanne.

https://repository.graduateinstitute.ch/record/12125/files/neven_98-05.pdf

Paolini, D. C. (2008). LA TUTELA PROCESSUALE NEL DIRITTO DELLA CONCORRENZA DELL'UNIONE EUROPEA: INSTAURAZIONE DEL PROCEDIMENTO E GIUDIZIO DI RICEVIBILITÀ [Tesi di dottorato, Università degli studi di Bergamo].

https://tesidottorato.depositolegale.it/bitstream/20.500.14242/166269/1/Camilla_Paolini_Mtr-726260.pdf

Pettitt, G., Roberts, G., Jeffries, R., Anderson, D., & Rowe, R. (2020). The importance of process safety management in post-merger integration. IChemE.

<https://www.icheme.org/media/25721/hazards-30-paper-60-pettitt.pdf>

Pines, M. (1998). L'UNICA MONETA - FALLOUT HYPOTHESES. BANCHE E BANCHIERI, n. 5, 458-468. <http://www.pines.it/Fallout1998.pdf>

Pomes, A. (2019). L'impatto della Brexit sul mercato finanziario dell'UE [Tesi di laurea magistrale, Università Politecnica Delle Marche].

https://tesi.univpm.it/bitstream/20.500.12075/6037/2/tesi%20completa%20PDF_A.pdf

Porteri, A. (2010). LA CRISI, LE BANCHE E I MERCATI FINANZIARI (Paper Numero 102). Università degli Studi di Brescia.

<https://iris.unibs.it/bitstream/11379/43106/1/Paper102.pdf>

Rayroux, F., Stahler, O., Scholler, L. V., Hünerwadel, P., Schleiffer, P., Schärli, P., & Grahlmann, C. (2023). Acquisition of Credit Suisse by UBS. Lenz & Staehelin.

https://www.lenzstaehelin.com/news-and-insights/browse-thought-leadership-insights/insights-detail/acquisition-of-credit-suisse-by-ubs/?tx_web2pdf_pi1%5Baction%5D=generatePdfLink&tx_web2pdf_pi1%5Bargument%5D=printPage&tx_web2pdf_pi1%5Bcontroller%5D=Pdf&cHash=06adbc58f0f7648838145f8d72cd5871

Rötheli, A., Gaberthüel, T., & Trbaldo Togna, F. (2024). Mergers & Acquisitions (17a ed.). Law Business Research. https://www.lenzstaehelin.com/fileadmin/user_upload/Lexology_In-Depth_-_Mergers__Acquisitions_-_Mergers__Acquisitions__Switzerland.pdf

RSI – *Analisi piazza finanziaria svizzera dopo Credit Suisse* [cdt.chcdt.ch](https://www.rsi.ch/it/analisi-piazza-finanziaria-svizzera-dopo-credit-suisse)

Stizza, P. (2007). La Disciplina Fiscale Delle Perdite In Ambito Nazionale, Internazionale E Comunitario [Tesi di dottorato, Università degli Studi di Bergamo]. <https://tesidottorato.depositolegale.it/bitstream/20.500.14242/66125/1/Tesi%20definitiva.pdf>

SwissBanking – *Barometro bancario 2023/2024* [ticinonews.chswissbanking.ch](https://www.ticinonews.ch/swissbanking)

Swissinfo – *Crisi finanziaria 2008: salvataggio UBS* [swissinfo.chswissinfo.ch](https://www.swissinfo.ch/swissinfo)

Ticinonews – *Statistiche bancarie svizzere 2022 (BNS)* [ticinonews.chhticinonews.ch](https://www.ticinonews.ch/ticinonews)

Ubertazzi, T. M. (2007). Il procedimento di acquisizione di imprese [Tesi di dottorato, Università LUISS]. <https://tesidottorato.depositolegale.it/bitstream/20.500.14242/118515/3/ubertazzi-20080228.pdf>

UBS. (2020). Swiss Financial Services Act (FinSA) Frequently Asked Questions (FAQs).

UBS. https://www.ubs.com/global/en/investment-bank/regulatory-directory/finsa/_jcr_content/mainpar/toplevelgrid_1718806551/col3/linklist/link_1772333701_copy.1948984105.file/PS9jb250ZW50L2RhbS9JbnZlc3RtZW50QmFuay9kb2N1bWVudHMvaWJ0ZXJtcy91YnMtZmluc2EtaWItZXh0ZXJuYWwtZmFxcy5wZGY=/ubs-finsa-ib-external-faqs.pdf

Vestager, M. (2023). Case M.11111 – UBS / CREDIT SUISSE. European Commission. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32023M11111>

Vogel, A., & Sieber, A. (2012). Corporate Fin