

## **UNA DOPPIA GARANZIA PER LIQUIDARE I CREDITI PROBLEMATICI**

Carlo Bastasin, Marcello Messori e Stefano Micossi

---

### **1. La gravità del problema**

Le tensioni di mercato, manifestatesi nel settore bancario italiano nei giorni passati, hanno messo in luce una fragilità del nostro sistema finanziario che sembra soprattutto dovuta alla presenza di un elevato ammontare di crediti problematici in gran parte dei bilanci bancari. Si tratta di una situazione nota da tempo, ma che è diventata più difficile da contenere all'inizio del 2016 quando sono entrate in vigore le nuove norme europee relative al secondo pilastro dell'Unione Bancaria. Per giunta, tali novità normative sono state precedute dallo scoppio della crisi di alcune banche regionali e locali italiane e da un peggioramento nelle prospettive macroeconomiche mondiali.

L'obiettivo della proposta qui presentata è di consentire anche alle banche italiane più fragili di risolvere il problema dell'eccesso di *non-performing loans* (NPL) mediante strumenti di mercato che siano sostenuti, solo in ultima istanza, da garanzie fornite dallo Stato. Senza questa garanzia, che nella nostra proposta si somma a quella fornita dalle stesse banche e che porta così a una "doppia garanzia", le soluzioni in discussione (incluse le diverse forme di *bad bank* o il ricorso a garanzie di mercato) appaiono inefficaci. L'attuabilità della nostra proposta presuppone peraltro che la Commissione europea riconosca la natura sistemica del problema, ossia che consideri la situazione dei NPL come una concreta minaccia alla stabilità finanziaria non solo dell'Italia ma dell'intera Eurozona. Conformemente ai Trattati europei, una situazione del genere imporrebbe di sospendere le norme sul *bail in* – ossia il coinvolgimento di azionisti e creditori subordinati nella risoluzione della banca – in presenza dell'attivazione di un sostegno pubblico.

### **2. I fattori di instabilità**

La fine del 2015 e l'inizio del 2016 sono stati segnati da un mutamento nelle prospettive dell'economia internazionale che ha riprodotto, ma con segno opposto, quanto era avvenuto fra l'autunno e l'inverno del 2014. La crisi di una parte dei paesi emergenti, il crollo davvero eccessivo nel prezzo del petrolio, il rallentamento dell'economia cinese, le fragilità della crescita statunitense che si sommano all'inversione del ciclo dei tassi di interesse da parte della *Federal Reserve*, la possibilità ancora indeterminata di ulteriori azioni di stimolo monetario da parte della Banca centrale europea sono una combinazione di fattori che ha peggiorato le attese di crescita anche per le economie dell'Eurozona.

A ciò si è aggiunto uno *shock* specifico all'Italia, causato dalla risoluzione di quattro banche regionali e locali che rappresentavano una quota minima delle attività bancarie nazionali

---

(circa l'1%). In linea di principio, l'episodio non avrebbe dovuto avere rilevanza sistemica. L'impatto è stato però accentuato da due fattori: innanzitutto, a causa delle regole europee varate nell'estate 2013, la modalità di ristrutturazione delle quattro banche ha coinvolto i detentori di obbligazioni subordinate (piccoli o grandi che fossero); in secondo luogo, tale modalità ha reso evidente a tutti che l'entrata in vigore – appunto dal primo gennaio del 2016 - della nuova regolamentazione europea sulle risoluzioni bancarie incentrata sul *bail in* avrebbe ulteriormente accresciuto il costo per gli investitori di ogni intervento di ristrutturazione bancaria.

Il peggioramento del quadro macroeconomico e lo *shock* idiosincratice dell'Italia spiegano perché sia divenuto ancora più urgente trovare una soluzione per l'eccesso di prestiti problematici, che pesa sul nostro settore bancario almeno dal primo semestre del 2012 e che ne rappresenta il maggior problema strutturale. La definizione di una soluzione efficace è più difficile rispetto al recente passato, in quanto le nuove norme europee impongono di ricorrere a meccanismi di mercato. Come si è già detto, queste nuove norme continuano però a riconoscere la possibilità di un intervento dello Stato, nella forma di garanzie ai connessi processi di rafforzamento del capitale delle banche coinvolte, qualora il mero ricorso al mercato non garantisca il soddisfacimento di condizioni finanziarie ordinate.

### 3. Le criticità della *bad bank*

Per affrontare il problema, è necessario che ciascuna delle banche italiane abbia l'opportunità di cedere una quota di crediti problematici sufficiente a riportarne il peso, rispetto alle sue attività di bilancio, entro proporzioni fisiologiche. In linea di principio, tali cessioni devono avvenire a prezzi di mercato e avere come potenziali acquirenti veicoli di cartolarizzazione (i cosiddetti '*special purpose vehicle*': SPV). Va tuttavia considerato che, nella congiuntura degli ultimi tre/quattro anni, in media i divari fra i prezzi medi di mercato di ciascun NPL e il corrispondente valore iscritto nei bilanci bancari (valore contabile) sono elevati. Un calcolo grossolano indica che, in media, questi divari si attestano intorno ai 25/30 punti base. Se il nostro calcolo fosse corretto, la cessione di una quota adeguata di prestiti problematici determinerebbe perdite così ingenti per i più fragili gruppi bancari italiani da richiedere nuove ricapitalizzazioni. Vi è pertanto un rischio non trascurabile che ogni tentativo di risolvere il problema in un 'colpo solo' (*frontloading*) generi scossoni di portata tale da minacciare la stabilità dell'insieme del settore bancario e finanziario italiano con ripercussioni sul resto dell'Eurozona.

L'istituzione di una *bad bank* da parte di ciascuno dei gruppi bancari interessati incontrerebbe problemi analoghi. Benché la cessione sul mercato dei prestiti problematici da parte di ognuna delle *bad bank* possa essere graduata nel tempo, il trasferimento dei prestiti problematici dalla banca originante a prezzi di mercato ne farebbe emergere le perdite in via immediata – come è, del resto, avvenuto nel caso delle quattro banche italiane appena risolte. Viceversa, se questo trasferimento avvenisse a prezzi non di mercato ossia più vicini a quelli contabili, vi sarebbe una riallocazione delle perdite attese a danno del bilancio della specifica 'banca cattiva' che va peraltro incluso nel consolidato del gruppo della banca originante. E' per giunta molto probabile che, specie nell'ultimo caso, la costituzione delle *bad bank* farebbe scattare l'apertura di un processo di risoluzione, ai sensi della direttiva europea BRRD, con la conseguente applicazione delle nuove norme sul *bail in*. Come si è già accennato, una simile ristrutturazione di gruppi bancari italiani avverrebbe a condizioni ancora più gravose per i risparmiatori di quanto avvenuto per le quattro piccole banche ristrutturate alla fine del 2015.

L'avvio di un (improponibile) processo europeo di risoluzione per una parte consistente del settore bancario italiano diventerebbe pressoché certo in caso di istituzione di un'unica *bad bank* pubblica per l'insieme delle banche interessate. E' vero che, in tale caso, ciascun gruppo bancario con un'incidenza eccessiva di prestiti problematici massimizzerebbe il vantaggio delle cessioni gradualmente sul mercato di quella parte dei prestiti che ha trasferito alla *bad bank* pubblica. Come il governo italiano ha appreso nei mesi passati, la Commissione europea ha tuttavia sottolineato l'impraticabilità di una soluzione del genere perché assimilabile a un salvataggio pubblico.

Il conseguente confronto fra istituzioni europee e governo italiano sembra aver portato a una soluzione di compromesso, adombrata sia nell'intervista del Commissario UE alla Concorrenza - Margrethe Vestager - al Corriere della sera del 21 gennaio scorso, sia nelle dichiarazioni del Ministro italiano dell'Economia Pier Carlo Padoan. Il compromesso dovrebbe prevedere che ciascuna delle banche italiane possa cedere, a prezzi di mercato, una quota adeguata dei propri crediti problematici a SPV. Inoltre, al fine di attenuare i divari fra questi prezzi e quelli contabili, si consente a ognuna delle banche interessate di acquistare coperture assicurative statali o pubbliche rispetto ai suoi diversi prestiti problematici. L'aspetto cruciale è che tali coperture assicurative vengano acquistate a prezzi di mercato. Ciò pone due difficoltà che tendono a rendere inefficace il compromesso. La prima difficoltà riguarda la (im)possibilità di fissare *ex ante* lo specifico prezzo di mercato per ognuna delle garanzie relative a ognuna delle molteplici tipologie di prestiti problematici, dal momento che l'effettiva compra-vendita di queste garanzie non avviene sul mercato. La seconda difficoltà è che, anche se risultasse possibile fissare le singole condizioni di equilibrio mediante un *mark to model*, il costo della garanzia di mercato su ciascuno dei NPL sarebbe esattamente uguale all'aumento rispetto al prezzo che sarebbe fissato dalla transazione di mercato senza garanzia fra banca e SPV.

#### **4. Il circolo vizioso da superare**

La conclusione raggiunta è, per certi versi, banale: per definizione, la possibilità di accedere a una garanzia statale a prezzi di mercato è neutrale rispetto alle perdite sopportate da ciascuna banca in seguito alla cartolarizzazione di ognuno dei suoi prestiti problematici. L'implicazione è, però, tutt'altro che banale: nessuno dei meccanismi di mercato esaminati offre una soluzione efficace rispetto all'esigenza di liquidare l'eccesso di crediti problematici iscritti nei bilanci dei gruppi bancari italiani. Le conseguenti minusvalenze rischierrebbero, infatti, di non trovare sufficiente copertura nei fondi prudenziali accantonati e nell'eccesso di capitale registrato dal settore bancario italiano in occasione delle recenti verifiche del Single Supervisory Mechanism. Ne seguirebbe la necessità di nuove ricapitalizzazioni, che sarebbero ardue da realizzare in quanto molte delle nostre banche hanno appena concluso un'intensa e faticosa fase di ricapitalizzazione e in quanto il nostro settore bancario denuncia – in media - bassi tassi di redditività attesa.

L'inefficacia delle soluzioni proposte diventa ancora più evidente se si considerano altri due elementi: (i) una parte almeno degli eccessi di capitale bancario rischia di essere cancellata dalla caduta nelle quotazioni dei gruppi bancari più fragili, così come è avvenuto all'inizio del 2016; (ii) le minusvalenze e i vecchi eccessi di capitale non sono né distribuiti in modo omogeneo su tutto il sistema, né direttamente correlati. L'evidenza empirica offerta dai microdati sulla distribuzione dei prestiti problematici e dei vecchi eccessi di capitale mostra al contrario che i nostri gruppi bancari con maggiore incidenza di prestiti problematici tendono anche a essere quelli con minore o nullo eccesso di capitale.

Le banche italiane più fragili si trovano così imprigionate in un circolo vizioso. La forte presenza di poste problematiche nei loro attivi di bilancio milita a favore della liquidazione di mercato di una quota di tali poste, così da ripristinare la piena operatività bancaria e la connessa capacità di finanziamento dell'economia reale. Una simile liquidazione di mercato comporterebbe, però, sensibili minusvalenze; di conseguenza, anche la sola aspettativa che questa liquidazione si possa verificare deprime le quotazioni bancarie di borsa ed erode la capitalizzazione; il che rende l'avvio delle operazioni di cartolarizzazione anche più difficile, peggiorando di nuovo la valutazione del mercato rispetto alla sostenibilità dell'attivo.

## 5. La necessità di una garanzia statale

Per uscire dal circolo vizioso descritto è necessario introdurre una garanzia statale che consenta, seppur in forme indirette, di sostenere i prezzi di vendita dei prestiti problematici. In tal modo, anche i gruppi bancari italiani più fragili potrebbero cedere una parte delle loro diverse tipologie di prestiti problematici a prezzi più vicini a quelli contabili e, se necessario, potrebbero ricorrere a operazioni di ricapitalizzazione senza dover agire in condizioni di emergenza.

La nostra proposta prevede di fare ricorso a molteplici SPV dedicati all'acquisto dei prestiti problematici. Questi SPV dovrebbero usufruire di un sistema di incentivi attraverso l'applicazione di due livelli di garanzia: uno da parte delle banche stesse e un secondo - di ultima istanza - da parte dello Stato. All'atto di ciascun acquisto di *tranche* con diversa *seniority* dei prestiti bancari problematici, gli SPV beneficerebbero di una garanzia da parte di ognuna delle banche coinvolte per la copertura - fino a limiti prefissati - di eventuali perdite in cui potrebbero incorrere a causa di una differenza positiva fra i costi sopportati per l'acquisto di ciascuna *tranche* e i ricavi indotti dalla successiva, graduale e parziale riscossione di tale *tranche* presso il mutuatario originario. Inoltre, essi beneficerebbero della garanzia di un *back stop* pubblico qualora singole banche non fossero in grado di ottemperare alla garanzia fornita: lo Stato o un suo agente si impegnerebbe a garantire, anche in questa eventualità sfavorevole, la copertura fino agli specifici limiti prefissati mediante la ricapitalizzazione delle banche in difficoltà.

L'insieme della proposta implica quindi: (a) un sostegno ai prezzi di vendita di ciascuna *tranche* di prestiti problematici, in grado di renderne conveniente la liquidazione anche da parte delle banche più fragili; (b) la possibilità di non ricorrere al *bail-in*. Il punto (b) si fonda sulla convinzione che gli aiuti di Stato di ultima istanza, previsti dalla nostra proposta, siano compatibili con il Trattato TUEF (Trattato sul Funzionamento dell'Unione europea) e non richiedano quindi l'applicazione dei meccanismi di risoluzione previsti dall'Unione bancaria.

## 6. Aiuti di Stato

Prima di entrare nei dettagli analitici della proposta (cfr. punti 7 e 8) è essenziale giustificare l'ultima affermazione fatta.

A nostro avviso la grave tensione, che si è verificata sui mercati finanziari la settimana scorsa e che ha coinvolto le banche italiane in modo non giustificato da mutamenti nelle loro precedenti condizioni di solidità patrimoniale, indica la presenza di condizioni di instabilità di natura sistemica tali da giustificare una riconsiderazione, da parte della Commissione europea, delle modalità di applicazione della disciplina degli aiuti di Stato alle banche. Va ricordato, al riguardo, che l'articolo 45 della Comunicazione della Commissione europea, appunto relativa all'applicazione dal 1 agosto 2013 delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria (la cosiddetta

“Comunicazione sul settore bancario”), prevede la possibilità di derogare alle nuove regole relative alla risoluzione delle banche qualora l'attuazione di queste misure metta in pericolo la stabilità finanziaria o determini risultati sproporzionati.

Ciò è già accaduto all'inizio della crisi finanziaria internazionale del 2007-'09, quando la Commissione adeguò le tradizionali modalità di applicazione del controllo relativo agli aiuti di Stato al mutato contesto economico, introducendo temporaneamente elementi di maggiore flessibilità per assicurare la salvaguardia della stabilità del sistema finanziario. Il TUEF prevede: all'articolo 107, paragrafo 2, lettera b che si debbano considerare compatibili gli aiuti erogati per “ovviare ai danni arrecati da ... eventi eccezionali”; all'articolo 107, paragrafo 3, lettera b che sia consentito alla Commissione di considerare compatibili gli aiuti “destinati a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro”. Tale seconda disposizione ha costituito la base giuridica, utilizzata dalla Commissione nel corso della crisi, per adeguare le modalità di controllo della crisi bancaria europea (e, solo in minima parte, italiana) nell'interesse generale del sistema.

Coerentemente con questa impostazione e a partire dal 2008, la Commissione ha emanato varie Comunicazioni che tenevano conto del mutare delle condizioni di contesto economico e finanziario. Essa ha dapprima reso più flessibili, fino all'estate del 2013, e poi progressivamente più rigidi i criteri di valutazione degli aiuti di Stato al settore bancario, con l'obiettivo di tornare, al termine delle turbolenze, a criteri di valutazione degli aiuti da applicare in modo stabile. E' in tale contesto che si inserisce la Comunicazione del luglio 2013. In quest'ultima Comunicazione la Commissione ha annunciato che non avrebbe più considerato compatibili aiuti di Stato per ricapitalizzazioni bancarie che non poggiassero su un preventivo *burden sharing* a carico degli azionisti e dei creditori subordinati.

Gli eventi recenti, che hanno comportato una grave volatilità nelle quotazioni di alcune banche italiane in un più generale contesto di flessione dei corsi azionari, configurano una minaccia oggettiva rispetto alla stabilità del nostro settore bancario e – di conseguenza – di quello europeo. Per giunta, l'instabilità non deriva da un peggioramento medio nella qualità dei bilanci bancari o da nuove perdite di singole banche italiane, bensì dall'applicazione del *burden sharing* a quattro banche regionali e da segnali - reali o percepiti - provenienti dalle autorità europee di vigilanza ed erroneamente interpretati dal mercato come l'avvio di un nuovo esercizio di valutazione degli attivi o di richiesta di aumento degli accantonamenti sui crediti problematici. In sostanza, pur essendo la situazione delle banche italiane in linea con i requisiti prudenziali, si è realizzata una serie concatenata di eventi che ha destabilizzato gravemente i mercati. Il fatto che l'ondata di vendite azionarie sia poi rientrata non implica che sia irripetibile; la fragilità, da cui è nato il recente *shock*, permane e può dar luogo a nuove turbolenze.

Nelle circostanze dette sarebbe ragionevole, pienamente giustificabile e in linea con l'approccio seguito sinora nelle situazioni di emergenza, concordare con la Commissione un nuovo strumento giuridico di garanzie pubbliche di ricapitalizzazione, utilizzabile entro una finestra temporale limitata e applicabile a tutte le banche europee che vengano a trovarsi sotto attacco e che siano – perciò – in condizioni di non sostenere gli impegni assunti rispetto al processo di cartolarizzazione. L'attivazione di questo strumento dovrebbe escludere, fino alla normalizzazione della situazione, l'applicazione del *bail in* alle singole banche che lo utilizzano. Un processo di *bail in* tenderebbe, infatti, ad avere un impatto destabilizzante a livello di sistema.

## 7. Un po' di algebra

La nostra proposta limita l'intervento dello Stato a quanto è necessario per evitare instabilità finanziarie sistemiche. Essa appare, quindi, in linea con quanto previsto dal TUEF. Se si entra nel dettaglio, rimangono peraltro vari punti da specificare. I principali possono essere ricondotti a due passaggi: (i) come fissare i prezzi dei prestiti problematici; (ii) come attivare una domanda di tali prestiti.

Ambedue i passaggi presentano complessità analitiche che qui descriviamo in quattro mosse.

(a) Ciascuna *tranche*  $j$  (con  $j = 1, 2, \dots, m$ ) di crediti problematici, che una data banca  $i$  (con  $i = 1, 2, \dots, n$ ) ha deciso di cedere sul mercato, va collocata presso SPV già esistenti o creati *ad hoc*. Questi SPV fanno capo a intermediari finanziari non bancari e sono dedicati all'acquisto di una o più *tranche* di prestiti bancari problematici. Per ragioni che saranno chiarite nel prosieguo, uno almeno degli SPV deve avere natura pubblico-privata pur essendo esterno rispetto al perimetro della pubblica amministrazione.

(b) Ognuna delle transazioni, definite sub (a), avvengono in un regime di quasi-monopolio bilaterale: dal lato dell'offerta, la banca  $i$  deve affrontare elevati costi di ricerca per individuare uno SPV appropriato alla negoziazione di ogni specifica *tranche*  $j$  dei suoi crediti problematici da cartolarizzare; dal lato della domanda, ciascun SPV deve affrontare elevati costi di valutazione delle specifiche *tranche*  $j$  di crediti problematici oggetto di potenziale cartolarizzazione. E' noto che, in monopolio bilaterale, non vi è un unico prezzo di equilibrio. Si tratta invece di individuare uno dei molti "prezzi soddisfacenti" per ambedue i lati del mercato. E' ovvio che la transazione si realizza effettivamente, posto che si pervenga alla fissazione di un "prezzo soddisfacente", .

(c) In assenza di garanzie, un "prezzo soddisfacente" della *tranche*  $j$  di crediti problematici della banca  $i$  è tale se soddisfa due condizioni. La prima condizione è che la banca  $i$  ottenga un ricavo sulla *tranche*  $j$  almeno uguale a una soglia minima ( $X_j^i$ ); a sua volta, questa soglia dipende dal prezzo a cui  $j$  è iscritto nel bilancio di  $i$  (aspetto che, d'ora in poi, trascureremo per non complicare l'analisi). La seconda condizione è che il valore attualizzato del ricavo, che lo SPV acquirente di  $j$  si aspetta di ottenere in futuro dagli originari debitori della banca, sia almeno uguale al costo corrente che lo SPV deve sostenere per l'acquisto (ossia almeno  $X_j^i$ ). Indicando con  $E(R_j^i)$  tale ricavo atteso e con  $r$  il tasso di interesse pagato dallo SPV sulle obbligazioni emesse per finanziare questo specifico acquisto, si ha cioè la seguente condizione per l'effettuazione della transazione:

$$\frac{E(R_j^i)}{(1+r)} \geq X_j^i + u^i \quad (1)$$

dove:  $u^i \geq 0$  rappresenta l'estrazione da parte della banca  $i$  di una rendita da monopolio.

(d) In assenza di garanzie, uno SPV avverso al rischio effettua la transazione solo se la (1) viene soddisfatta come stretta disequaglianza; comunque sia, esso si deve assumere tutto il rischio della operazione. Per rendere meno stringenti le condizioni poste dalla (1), è quindi - in genere - efficiente che la banca  $i$  condivida il rischio con lo SPV acquirente. A questo scopo, la banca  $i$  può offrire a SPV una garanzia ( $D_j^i$ ) su ogni *tranche*  $j$ .  $D_j^i$  copre una differenza massima ( $Dmax$ ) fra l'effettivo ricavo futuro ( $R_j^i$ ) attualizzato dello SPV e il ricavo ( $X_j^i + u^i$ ) della banca  $i$  ogni volta che:

$$\frac{R_j^i}{(1+r)} < X_j^i + u^i \quad (2)$$

con:  $D_j^i = \min [Dmax, (X_j^i + u^i) - \frac{R_j^i}{(1+r)}]$ .

## 8. La doppia garanzia

Ciascuno dei quattro passaggi, appena esaminati, necessiterebbe di specificazioni analitiche per diventare implementabile. Ciò vale, però, in modo specifico per il passaggio (d). Al riguardo, si tratta di rispondere a una domanda cruciale: perché la banca  $i$  dovrebbe trovare più conveniente offrire una garanzia sul rischio di perdita dello SPV invece che contrattare direttamente il prezzo della *tranche*  $j$  con lo stesso SPV in un regime di quasi-monopolio bilaterale?

Nella letteratura economica recente, la dominanza della soluzione di *risk sharing* è un risultato robusto. Nel caso specifico, è però opportuno ricordare almeno tre ragioni.

(i) Fornendo una garanzia, la banca  $i$  può spuntare nell'immediato un prezzo di vendita di  $j$  più elevato; inoltre, il sostegno del prezzo corrente è rafforzato dalla presenza di uno SPV pubblico-privato, che funge da alternativa implicita per la transazione. Si ha cioè che il ricavo corrente che la banca  $i$  ottiene dalla vendita della *tranche*  $j$  allo SPV diventa:

$$X_j^i + u^i + v_j^i$$

con  $v_j^i > 0$ ;

e il corrispondente ricavo atteso dalla stessa banca  $i$  al netto della garanzia offerta diventa:

$$X_j^i + u^i + v_j^i - P(D_j^i) \quad (3)$$

dove  $P(D_j^i)$  indica il costo atteso di questa garanzia.

(ii) Prima di dover eventualmente sopportare l'onere  $D_j^i$ , sia la banca  $i$  sia i mutuatari sottostanti alla *tranche*  $j$  e oggi insolventi dispongono di tempo per migliorare i loro bilanci; l'acquisto di tempo, che è cosa diversa dalla riallocazione nel bilancio consolidato di una minusvalenza attesa (come nel caso della *bad bank* istituita da ogni gruppo bancario in difficoltà), può più che compensare il costo della garanzia.

(iii) La banca  $i$  non sopporta tutto il rischio di minusvalenza derivante da  $j$ , in quanto la modalità di fissazione di  $D_j^i$  lascia una parte del rischio in capo allo SPV; si tratta di uno schema di incentivo essenziale per evitare che lo SPV perda qualsiasi interesse a massimizzare i ricavi derivanti dal parziale recupero del valore di  $j$ .

Il punto (iii) fa emergere un aspetto fin qui lasciato sullo sfondo. Oltre a disegnare uno schema di incentivo perché ogni SPV trovi conveniente massimizzare il valore di recupero della *tranche*  $j$  di prestiti problematici, occorre evitare che lo stesso SPV dilazioni nel tempo tale recupero. Come è già implicito nella specificazione della (1) e della (2), il problema non si pone se si assume che le obbligazioni emesse dallo SPV abbiano una scadenza prefissata ( $T$ ) e che  $D_j^i = 0$  (ossia la transazione fra la banca  $i$  e SPV sia risolta al prezzo di vendita originario) ogni qual volta lo SPV non recuperi tutto il valore possibile della *tranche*  $j$  entro un periodo di tempo  $t = T$ .

Nonostante i vantaggi di questa prima garanzia di mercato, è possibile (e probabile) che i gruppi bancari italiani più fragili non riescano a determinare un "prezzo soddisfacente" per le *tranche*  $j$  dei loro crediti problematici. Lo SPV potrebbe infatti attribuire un rischio di insolvenza così elevato alle banche più fragili da implicare che neppure  $D_{max}$  incrementi  $X_j^i$  in misura significativa. Per tale ragione, appare necessario introdurre una garanzia statale di ultima istanza su  $D_j^i$ . La garanzia statale dovrebbe assumere la forma di una ricapitalizzazione pubblica della banca  $i$  nel caso in cui questa banca non sia in grado di onorare la garanzia offerta allorché si realizza la condizione (2) sopra specificata.

Per il solo fatto di essere presente, la garanzia pubblica preverrebbe il formarsi di attese di insolvenza anche a carico di banche con un ammontare particolarmente elevato e rischioso di crediti problematici. Proprio per ciò, essa darebbe luogo a un numero limitato e circoscritto di effettivi interventi di ricapitalizzazione bancaria. Ne deriva che la nostra proposta prevede quell'ammontare minimo di aiuti di Stato necessari a evitare disordini finanziari. Alla luce delle considerazioni svolte nel precedente punto 6, tale proposta fa cioè ricorso a una forma di *back-stop* pubblico che è compatibile con le discipline europee sugli aiuti di Stato.

Roma, 26 gennaio 2016