

ARTICOLI

La caduta dei Titani (bancari): storia idiosincratica o rischio sistemico?

Bepi Pezzulli

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da

Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri, Filippo Sartori,
Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale

Andrea Marangoni

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella,
Dott. Luca Lentini

Mercato dei capitali finanza strutturata

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Dott.ssa Anna Toniolo,
Dott. Francesco Petrosino

Assicurazioni e previdenza

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Mar-
inis, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro,
Prof.ssa Mariateresa Maggiolino

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio
Didone, Prof. Alessio di Amato

Fiscalità finanziaria

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini, Dott. Ernesto Bagarotto

Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, rationes materiae, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (single blind peer review) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente rationes materiae, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

INDICE: *Introduzione.* - 1. Specializzazione bancaria e rischio endogeno. - 2. SVB: un caso di rischio idiosincratico. - 3. L'attività di trasformazione delle scadenze e le tecniche di copertura del rischio tassi. - 4. Arbitraggio sulla regolamentazione prudenziale e aggiramento del risk management: una cattiva scommessa. - 5. La policy response USA: una manovra efficace, veloce ed accurata. - 6. L'effetto della politica monetaria restrittiva sulla stabilità finanziaria. - 7. Il crollo di Credit Suisse: fallimento di governance e crisi di compliance. - 8. La policy response svizzera: una pagina nera per il diritto societario e la governance bancaria. - Conclusioni.

Introduzione.

I recenti fallimenti di Silicon Valley Bank (SVB) in USA e di Credit Suisse (CS) in Svizzera raccontano storie idiosincratice.

Il dissesto della banca di Santa Clara, California va ascritto a due fattori specifici endogeni. Il primo, un fattore strutturale: il modello operativo iper-specializzato di SVB ha amplificato con gli effetti del rischio di concentrazione il rischio di credito assunto con l'attività bancaria. Il secondo, un fattore contingente: nel contesto del ciclo di inasprimento della politica monetaria, SVB ha ignorato, o mal gestito, il rischio tassi. Incapace di impiegare le ingenti risorse depositate dai clienti per estendere credito in pari misura, la banca ha investito la liquidità in eccesso in titoli a reddito fisso. Con il rialzo dei tassi, il risk management della banca ha ritenuto di poter assorbire la svalutazione del proprio book obbligazionario contabilizzando la quasi totalità della propria esposizione alla durata finanziaria tra gli immobilizzi, evitando in tal modo la contabilità mark-to-market. In un mercato efficiente, che sconta immediatamente le informazioni pubbliche, la bank run che ne è seguita ha innescato la crisi di liquidità che ha portato al collasso. Comprensibilmente, ogni fallimento bancario solleva timori di contagio. Tuttavia, il crollo di SVB non è una ripetizione del 2008: il caso Lehman Brothers fu una questione diversa. Rispetto alla defunta banca d'affari di New York, SVB non ha utilizzato una grande leva finanziaria, non ha acquisito una preoccupante esposizione ai mercati derivati, non si è cimentata in attività di trading proprietario e non è interconnessa al sistema finanziario internazionale in modo particolarmente significativo.⁰¹

⁰¹ Amundi Asset Management. "No systemic risk from SVB failure, but watch out for areas of vulnerability". *Investment Talk*, 14 March 2023, <https://research-center.amundi.com/article/no-systemic-risk-svb-failure-watch-out-areas-vulnerability>.

La banca di Zurigo è invece un caso esemplare di cattiva gestione e pessima governance. Paradeplatz è crollata dopo una serie di scandali che si sono susseguiti nel corso degli anni, continui avvicendamenti nella squadra di top management, perdite multimiliardarie sugli investimenti in Greensill Capital and Archegos Capital Management e una strategia confusa nel contesto dell'ambiente macro. La sommatoria di compliance risk, execution risk, operational risk e credit risk si era da tempo consolidata in una crisi di fiducia che è esplosa quando il fallimento di SVB ha innescato una bank run su CS determinando la crisi di liquidità che ha condotto al dissesto. Come quello di SVB, il fallimento di CS non pone un problema sistemico. Hynes (2023), ha notato che a dispetto della narrativa sul paradiso fiscale, l'industria bancaria svizzera è uno dei settori finanziari maggiormente regolamentati a livello internazionale, con numerosi e severi requisiti stabiliti in nome della tutela della solvibilità del sistema finanziario della Confederazione.⁰² Come confermato dalle autorità di vigilanza, al momento della crisi di liquidità, le attività di CS superavano sostanzialmente le sue passività consentendogli di avere il capital buffer di decine di miliardi di franchi richiesto ad una banca di importanza sistemica per essere ben capitalizzata.⁰³

Le strategie di risoluzione sono state diverse. Gli USA hanno agito per permettere allo shock SVB di essere assorbito normalmente dagli stakeholders. La Svizzera ha orchestrato un bail out di CS, implicando denaro del contribuente in una manovra altamente distorsiva del mercato.

Il timing delle crisi bancarie non è, tuttavia, irrilevante. Le banche centrali hanno intrapreso un ciclo di inasprimento della politica monetaria a livello globale per combattere lo spike inflattivo innescato dalla pandemia di COVID-19 e dalla crisi energetica causata dalla guerra russa in Ucraina. Le vicende di SVB e CS sono un segnale chiaro alle banche centrali: il nuovo normale è un esercizio di equilibrismo tra la determinazione a domare l'inflazione e la necessità di preservare la stabilità finanziaria.

1. Specializzazione bancaria e rischio endogeno.

SVB (NASDAQ:SIVB) è sempre stata, in una certa misura, un'anomalia nel mercato bancario.

Le banche specializzate svolgono una importante funzione economica di efficiente allocazione del

⁰² Hynes, L. "Credit Suisse Collapsed Because of Government Intervention, Not Despite It". Mises Institute, Mises Wire, 31 March 2023, <https://mises.org/wire/credit-suisse-collapsed-because-government-intervention-not-despite-it>.

⁰³ Bebchuk, L.A. "The Credit Suisse Collapse and the Regulation of Banking". *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 27 March 2023, <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/03/27/the-credit-suisse-collapse-and-the-regulation-of-banking/>.

capitale attraverso la creazione di esternalità positive basate sulle economie di conoscenza.⁰⁴ In un recente studio per la Federal Reserve Bank of New York, Blickle, Parlatore & Saunders (2021) hanno dimostrato che la specializzazione è un processo che migliora le performance del creditore e riduce il cost of funding per i debitori.⁰⁵ Secondo gli autori, i dati sono incontrovertibili: la specializzazione bancaria "migliora le conoscenze settoriali delle banche e consente loro di offrire condizioni di prestito generose ai debitori, soprattutto alle imprese che hanno accesso a fonti di finanziamento alternative e durante i periodi di maggiore contrazione del credito. La maggiore conoscenza del settore si riflette anche in una migliore performance dei prestiti e, in ultima analisi, della banca".⁰⁶

In un precedente studio per la Banca Centrale Europea, Boot et al. (2020) osservavano che la specializzazione, anzi, sta diventando un modello organizzativo generale indispensabile per ridurre il rischio operativo.⁰⁷ Secondo gli autori, la tecnologia sfida il modello operativo tradizionale della banca universale, che si basa sulla fornitura di servizi finanziari integrati orizzontalmente e verticalmente.⁰⁸ Gli intermediari finanziari specializzati - scrivono gli autori - "possono attrarre i servizi integrati verticalmente più redditizi, mentre le piattaforme possono assumere il controllo della comunicazione con i clienti, portando anche alla disintegrazione verticale delle supply chain finanziarie. Nel caso estremo, questa tendenza può relegare le banche a fornitori a monte di servizi di trasformazione delle scadenze".⁰⁹

SVB, tuttavia, era qualcosa di più e di diverso: era una "banca di (eco)sistema".¹⁰ SVB era dedicata ad una verticale industriale e focalizzata su una domanda di assorbimento del rischio di credito omogene-

04 V. Canals, J. (1997). *Universal Banking: International Comparisons and Theoretical Perspectives*. Oxford University Press. Vedi anche Acharya, V., Hasan, I. & Saunders, A. (2006). "Should banks be diversified? evidence from individual bank loan portfolios". *J. Bus.* 79 (3), 1355-1412.

05 Blickle K., Parlatore, C. & Saunders, A. "Specialization in Banking". Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports, No. 967, May 2021.

06 *Ibid.*

07 Boot A., Hoffmann, P., Laeven, L. & Ratnovski, L. "Financial intermediation and technology: What's old, what's new?". European Central Bank, Working Paper Series, No. 2438, July 2020.

08 *Ibid.*

09 *Ibid.*

10 Gompers, P. "Silicon Valley Bank's Focus on Startups Was a Double-Edged Sword". *Harv. Bus. Rev.*, 17 March 2023, <https://hbr.org/2023/03/silicon-valley-banks-focus-on-startups-was-a-double-edged-sword>.

a.¹¹ Queste caratteristiche erano fonte di rischio endogeno per la banca. Il rischio endogeno si riferisce al rischio che deriva dall'interno del sistema finanziario stesso.¹² Spesso è legato al comportamento e alle decisioni degli operatori di mercato e delle istituzioni, come le banche, che possono creare o amplificare i rischi nel sistema finanziario.¹³ I rischi endogeni possono essere causati da vari fattori, come l'eccessiva assunzione di rischi da parte degli agenti economici, lo "herd behaviour", le carenze nei sistemi di risk management, la mancanza di trasparenza e di informazione e l'interdipendenza delle istituzioni finanziarie.¹⁴ Esempi di rischi endogeni sono i crolli di mercato, le crisi di liquidità, le bank runs e le crisi finanziarie sistemiche.¹⁵ Questi rischi possono avere un impatto economico e sociale significativo, portando a distruzione di valore per individui e istituzioni, recessione economica e alti livelli di disoccupazione.¹⁶ Secondo Danielson & Shin (2002), anzi, il danno maggiore all'economia è causato dal rischio di tipo endogeno piuttosto che dal rischio di tipo esogeno.¹⁷ Per illustrare la teoria, gli autori offrono in analisi tre episodi: il crollo del mercato azionario nel "Lunedì nero" del 1987, la crisi dell' hedge fund USA Long-Term Capital Management (LTCM) del 1998 e il crollo del dollaro USA contro lo yen nell'ottobre 1998.¹⁸ Il Lunedì nero è uno degli eventi più studiati nella letteratura economica e ha dato luogo alla "teoria della cascata" o del "crollo del mercato". Questa teoria cerca di identificare le dinamiche interne endogene del mercato e le interazioni delle variabili sistemiche o delle strategie di trading. In proposito, un noto studio di Blume, Mcinlay & Terker (1989) provò l'esistenza di una forte relazione tra gli squilibri degli ordini e i movimenti dei prezzi dei titoli, sia nelle analisi delle serie temporali che in quelle trasversali.¹⁹ Pertanto, oltre all'interruzione del collegamento tra i prezzi dei future e l'indice spot,

11 Stevenson, E. "Silicon Valley Bank: what does its failure mean for markets and the economy?" *Schroders*, 15 March 2023, <https://www.schroders.com/en-us/us/individual/insights/silicon-valley-bank-what-does-its-failure-mean-for-markets-and-the-economy/>.

12 Danielsson, J.; Shin, H.S. & Zigrand, J.P. (2012). "Endogenous extreme events and the dual role of prices". *Annu. Rev. Econ.* 4 (1), 111-129.

13 Dewachter, H. & Wouters, R. (2012). "Endogenous risk in a DSGE model with capital-constrained financial intermediaries". National Bank of Belgium, Working Paper Research 235.

14 Pasztor, J. (2013). "Endogenous Risk and Dangers to Market Stability". *J. Invest. Consult.* 14 (2), 59-69. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2371373>.

15 Danielsson, *supra*, nota 12.

16 Gan, V.B.Y. (2017). "Endogenous Risk and Its Impact on the Real Economy". SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2984454>.

17 Danielsson, J. & Shin, H.S. (2002). *Endogenous risk. In Modern Risk Management – A History*. Risk Books.

18 *Ibid.*

19 Blume, M.E., Mackinlay, A.C. & Terker, B. "Order Imbalances and Stock Price Movements on October 19 and 20, 1987". *J. Fin.* 44 (4): 827-848, September 1989.

nella sessione di trading di lunedì 19 e martedì 20 ottobre 1987 si sono verificate anche interruzioni del collegamento tra i titoli del New York Stock Exchange (NYSE), dimostrando così l'origine endogena del crollo dei mercati.²⁰ La teoria della cascata spiega anche il crack di LTCM. LTCM praticava una strategia d'investimento conosciuta come "convergence trading".²¹ Questa strategia era basata sulle teorie dei Myron Scholes e Rober Merton, vincitori del Premio Nobel per l'economia nel 1997²² e si basava sull'utilizzo di modelli quantitativi per sfruttare le dislocazioni del prezzo dal valore intrinseco nelle relazioni tra le varie classi di attivo.²³ Lo storico Niall Ferguson ha scritto che il fallimento di LTCM è derivato da un errore tecnico: l'uso di soli cinque anni di dati finanziari per preparare modelli matematici su base stocastica ha fatto sottovalutare a LTCM i rischi di incappare in una crisi economica.²⁴ Secondo Ferguson, una serie di dieci anni di dati avrebbe incluso il Lunedì nero del 1987, mentre una serie di 80 anni di dati avrebbe incluso il default del debito sovrano russo del 1918, evidenziando così la possibile occorrenza di evento estero pregiudizievole all'economia USA.²⁵ Un influente studio per la Bank of England di Cooper & Talbot (1999) ha spiegato l'origine endogena anche del crollo del dollaro contro lo yen del 1998. Secondo gli autori, l'andamento dei prezzi nel mercato delle opzioni è una proxy dell'efficacia degli interventi delle banche centrali sul mercato dei cambi.²⁶ Benché, ai tempi, gli interventi sul mercato dello yen/dollaro avessero portato a un apprezzamento di breve termine dello yen, i trader di opzioni non credevano che l'intervento unilaterale della Banca del Giappone di aprile, né l'intervento coordinato con la FED di giugno, avrebbero cambiato la probabilità di un ulteriore forte deprezzamento dello yen nel breve periodo e crearono una forte dislocazione nel mercato dei cambi.²⁷

Uno studio di Pasztor (2013) ha osservato che il numero di eventi che si verificano a causa del rischio

²⁰ *Ibid.*

²¹ Dunbar, N. (2000). *Inventing Money: The story of Long-Term Capital Management and the legends behind it*. John Wiley & Sons. Lowenstein, R. (2000). *When Genius Failed: The Rise and Fall of Long-Term Capital Management*. Random House.

²² The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 1997. NobelPrize.org., <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/1997/press-release/>.

²³ Hoyt, D. & Neale, M. (2001). "Long-Term Capital Management (A), Rise and Fall". Stanford School of Business, Case No. OB36A. Perold, A.F. (1999). "Long-Term Capital Management, L.P. (C)." Harvard Business School, Case 200-009.

²⁴ Ferguson, N. (2008). *The Ascent of Money: A Financial History of the World*. Allen Lane.

²⁵ *Ibid.*

²⁶ Cooper, N. & Talbot, J. "The yen/dollar exchange rate in 1998: views from options markets". Bank of England, Quarterly Bulletin, 68-76, February 1999.

²⁷ *Ibid.*

endogeno è in aumento.²⁸ Secondo l'autore, l'emergere del capitalismo finanziarizzato, l'aumento della speculazione e la diminuzione degli investimenti, la crescita dei derivati e l'uso della leva finanziaria, l'attività di shadow banking e la mancanza di trasparenza, nonché l'esistenza di istituzioni "troppo grandi per fallire" aumentano la probabilità di un evento endogeno.²⁹

La maggior parte delle ricerche sulla stabilità sistemica presuppone un'economia in cui le banche sono soggette a shock esogeni. Tuttavia, in uno studio di poco precedente al collasso di SVB, Shu (2022) ha proposto che in pratica le banche scelgono la loro esposizione al rischio endogeno.³⁰ Il lavoro di Shu studia le determinanti di questa esposizione endogena al rischio quando le banche sono interconnesse tra di loro nel sistema finanziario. Shu dimostra che esiste un'esternalità nell'assunzione del rischio tra banche interconnesse nel sistema finanziario: le scelte di esposizione al rischio delle banche collegate sono strategicamente complementari.³¹ La teoria offre diverse prospettive inedite per i dibattiti politici. Ad esempio, suggerisce che un salvataggio governativo, se limitato alle esposizioni interbancarie, può ridurre il rischio sistemico endogeno.³²

2. SVB: un caso di rischio idiosincratico.

SVB fu fondata nel marzo 1983 da un gruppo di imprenditori, capeggiati da Bill Biggerstaff, Bob Me-dearis, Roger Smith, Reed Taussig e Ken Wilcox.³³ I cinque individuano un'opportunità commerciale per una banca altamente specializzata che avrebbe servito l'industria tecnologica, che stava iniziando a emergere come una delle principali forze economiche nella Silicon Valley. A quei tempi, le banche tradizionali erano riluttanti a concedere prestiti alle startup tecnologiche, che consideravano troppo rischiose e non comprovate.³⁴ Per partire, SVB raccolse \$3 milioni di capitale di rischio da un gruppo di investitori individuali, fondi di venture capital e SBICs. Immediatamente, iniziò a offrire servizi bancari a piccole e medie imprese all'interno dell'ecosistema della Silicon Valley. All'inizio, SVB si concentrava

²⁸ Pasztor, *supra*, nota 14.

²⁹ *Ibid.*

³⁰ Shu, C. (2022). "Endogenous Risk-Exposure and Systemic Instability". USC Marshall School of Business, Research Paper, No. 17-35. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3076076>.

³¹ *Ibid.*

³² *Ibid.*

³³ Ryan, P. "The Story of Silicon Valley Bank: The Risk Less Taken, And That Has Made All The Difference". *Medium*, 2 February 2016, https://medium.com/@_peterryan/the-story-of-silicon-valley-bank-4873e1d49fa7.

³⁴ Teare, G. "In Their Own Words: What Silicon Valley Bank Meant To The Valley". *Crunchbase*, 14 March 2023, <https://news.crunchbase.com/venture/silicon-valley-bank-impact-investors/>.

sulla concessione di linee di credito alle imprese, factoring e sconto fatture, rilascio di garanzie bancarie, gestione della liquidità, nonché su soluzioni di capitale circolante adatte alle esigenze di aziende in espansione. Nei primi tempi, la banca, una startup a sua volta, operava da un piccolo ufficio a Santa Clara, in California, e aveva uno staff di soli cinque dipendenti. Il primo prestito della banca fu concesso a una società chiamata Hybritech, un'azienda di biotecnologie che è stata successivamente acquisita da Eli Lilly & Co. (NYSE:LLY).³⁵

Con la crescita dell'industria tecnologica negli anni '90, l'attività di SVB crebbe in parallelo. La banca divenne nota per la sua competenza nel settore e la sua propensione a concedere prestiti rischiosi. SVB iniziò anche ad espandere i propri servizi. Nel corso del tempo, formò un gruppo di servizi finanziari che includeva un ramo di investment banking (SVB Securities), un ramo di venture capital (SVB Capital) e un ramo di gestione patrimoniale (SVB Private).

Prima del suo spettacolare fallimento del marzo 2023, proprio nel suo 40° anniversario, SVB aveva aperto uffici in tutto il mondo, compresi i principali hub tecnologici di Londra, Hong Kong e Tel Aviv; impiegava oltre 4.000 dipendenti; e serviva una base di oltre 30.000 clienti nei settori hi-tech e biotech.

SVB aveva un modello operativo originale che la distingueva dalle altre banche. In primo luogo, era focalizzata verticalmente sui settori della tecnologia e delle biotecnologie: le operazioni di SVB sono state costruite per soddisfare le esigenze peculiari delle imprese ad alta crescita. Inoltre, aveva una propensione al rischio idiosincratica: SVB era disposta a concedere prestiti più rischiosi rispetto ai suoi concorrenti. Questo perché la banca capiva che le imprese innovative spesso richiedono investimenti iniziali significativi; il successo non è garantito; ed era disposta a concedere prestiti a startup senza storia operativa. Infine, le attività di SVB si estendevano oltre i servizi finanziari per includere consulenza strategica, business advisory, cap intro e altre attività non finanziarie per aiutare le aziende tecnologiche a crescere.

A SVB non è mancato il successo. Nel corso del tempo, SVB ha stretto rapporti d'affari impressionanti. È stata la banca di Tesla (NASDAQ:TSLA), il costruttore di veicoli elettrici, fin dal 2009. Nel 2013, la banca ha fornito a Tesla una linea di credito di \$150 milioni per sostenere la crescita dell'azienda. Da allora, Tesla è diventata una delle aziende più capitalizzate al mondo. Apple (Nasdaq:AAPL) è stata cliente per

³⁵ V. Johnson, G. "Lilly to Buy Hybritech in a \$300-Million Deal". *Los Angeles Times*, 19 September 1985; Hicks, J.P. "Hybritech Agrees To Bid by Eli Lilly". *New York Times*, 19 September 1985; Henderson, N. "Lilly's Fusion With Hybritech May Start Trend". *Washington Post*, 6 October 1985.

molti anni. Nel 2018, SVB ha offerto servizi di agenzia al sindacato di collocamento che ha piazzato l'emissione di titoli di debito per \$7 miliardi con la quale Apple ha finanziato il suo massiccio programma di buy back. SVB ha anche esteso credito a Square (NYSE:SQ), una società di pagamenti mobili fondata da Jack Dorsey, il co-fondatore di Twitter; poi ha assistito in un ruolo di consulenza la quotazione di Square nel 2015; e ha continuato a sostenere l'azienda, man mano che questa ha ampliato la sua offerta. Più di recente, SVB ha fornito servizi finanziari a Zoom videoconferenze (NASDAQ:ZM), una società di videoconferenze che ha registrato una crescita esplosiva durante la pandemia di COVID-19. SVB ha offerto consulenza a Zoom in relazione alla sua IPO nell'aprile 2019 e ha continuato a fornirgli credito, facilitando la sua rapida conquista di quote di mercato crescenti.

Sebbene SVB si sia costruita una reputazione eccellente come banca dell'industria tecnologica, ci sono stati alcuni incidenti di percorso. Nel 2020, è stato accertato che SVB aveva erroneamente effettuato pagamenti duplicati ad alcuni dei suoi debitori protetti dal Paycheck Protection Program (PPP).³⁶ La banca ha attribuito l'errore a un problema tecnico e ha prontamente corretto l'errore, ma l'incidente ha causato confusione e disagio ad alcuni dei suoi clienti. Inoltre, nel 2021, SVB ha attratto critiche per il suo coinvolgimento nel crollo della società di supply chain finance, Greensill Capital. Secondo quanto riportato alle autorità di vigilanza, SVB aveva fornito una linea di credito di \$30 milioni a una controllata di Greensill chiamata Earnd Pty Ltd, la quale offriva un'app che permetteva ai lavoratori dipendenti di accedere ad anticipazioni sullo stipendio. La linea di credito era garantita da cash flows futuri generati dalla base di clienti di Earnd. SVB ha dichiarato che la sua esposizione era "ben garantita e a basso rischio" e che non si aspettava che l'insolvenza di Greensill avrebbe avuto un impatto significativo sulla sua posizione finanziaria. SVB non è stata accusata di alcun illecito nel caso, ma il suo coinvolgimento nella vicenda ha sollevato interrogativi sulla capacità di due diligence della banca e sulle sue pratiche di gestione del rischio. Più preoccupante fu quanto occorse nel 2019, quando la banca ha riportato perdite per oltre \$102 milioni sul suo portafoglio prestiti, dovute in parte all'esposizione a società in difficoltà nel settore tecnologico.³⁷

Dal punto di vista commerciale, le caratteristiche distintive di SVB comportavano anche rischi pecu-

36 SVB. Notice to customers re Paycheck Protection Program, <https://www.svb.com/paycheck-protection-program>.

37 Annual Report 2019, <https://d18rn0p25nwr6d.cloudfront.net/CIK-0000719739/7e378d3a-e964-4a21-9209-1db147371d01.pdf>.

liari. Soprattutto il rischio di concentrazione:³⁸ il modello operativo di SVB, essendo fortemente concentrato nel settore tecnologico, ha fatto sì che il successo della banca fosse correlato all'andamento generale di un settore industriale. Se, però, l'industria tecnologica avesse subito una flessione, in mancanza di strategie di copertura del rischio, SVB ne avrebbe subito le conseguenze. Il rischio di concentrazione, a sua volta, ha esacerbato il rischio di tasso di interesse e il rischio di liquidità. Come tutte le banche, SVB era esposta al rischio di tasso di interesse. Uno studio per la Banca Centrale Europea di Heider & Leonello (2021) passa in rassegna la letteratura economica sul tema e conclude inequivocabilmente che le variazioni dei tassi di interesse hanno un impatto diretto sul margine di intermediazione delle banche e sulla loro capacità di attrarre e trattenere depositi.³⁹ La gestione efficace del rischio di tasso di interesse è una componente critica della gestione finanziaria delle banche.⁴⁰ Ferrari & Ruozi (2012) spiegano con chiarezza, inoltre, che la capacità delle banche di soddisfare le proprie esigenze di finanziamento in modo tempestivo ed efficiente in termini di costi è fondamentale per la loro gestione finanziaria.⁴¹ Uno studio successivo di Elliott (2014) concorda: le banche devono gestire la propria liquidità in modo efficace per garantire di poter soddisfare le esigenze dei propri clienti e rispettare i requisiti normativi.⁴²

38 V. Lütkebohmert, E. (2008). *Concentration Risk in Credit Portfolios*. Springer.

39 Heider, F. & Leonello, A., "Monetary policy in a low interest rate environment: reversal rate and risk-taking". European Central Bank, Working Paper Series, No 2593, October 2021. Cfr. Basel Committee on Banking Supervision. Standards, Interest rate risk in the banking book. Bank for International Settlements. April 2016. <https://www.bis.org/bcbs/publ/d368.pdf>.

40 V. Narayanarao, S. & Kumar, S. "Interest Rate Risk: Critical Component of Risk in Commercial Banks" (December 29-30, 2010). SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3026069>. Vedi anche Wetmore, J.L. (1990). "Components of Interest rate risk of commercial bank stock returns: Mismatch of the gap, basis, and embedded option". *Am. Bus. Rev.*, Vol. 21, 21-28. Cfr. Basel Committee on Banking Supervision. Principles for the Management and Supervision of Interest Rate Risk, July 2004. Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/publ/bcbs108.pdf>.

41 Ferrari, P. & Ruozi, R. 2012. *Liquidity Risk Management in Banks*. Springer.

42 Elliott, D.J. (2014). *Bank Liquidity Requirements: An Introduction and Overview*.

The Brookings Institution. Cfr. Basel Committee on Banking Supervision, Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision. Bank for International Settlements. September 2008. <https://www.bis.org/publ/bcbs144.pdf>.

3. L'attività di trasformazione delle scadenze e la copertura del rischio tassi.

Il core business del settore bancario è la "trasformazione delle scadenze".⁴³ Gli istituti di credito raccolgono fondi a breve termine, come i depositi dei clienti, e li impiegano per concedere prestiti a medio o lungo termine. Trasformando le scadenze, le banche guadagnano il loro margine di intermediazione.⁴⁴ L'esecuzione competente di questa attività è fondamentale per il funzionamento del sistema bancario e la sua capacità di fornire finanziamenti a lungo termine all'economia. Durante la pandemia, a causa delle politiche fiscali espansive e dell'allentamento monetario, le startup e i fondi di venture capital sono stati inondati di liquidità e SVB ha visto un enorme aumento del volume dei depositi, che hanno raggiunto i \$210 miliardi.⁴⁵ Solo nel 2021, la raccolta di depositi è aumentata da \$100 a \$190 miliardi.⁴⁶ Di converso, la banca non ha potuto aumentare il proprio portafoglio prestiti a un ritmo corrispondente. La letteratura economica è concorde nel dimostrare che quando la liquidità inonda il mercato, le startup preferiscono raccogliere capitale, distribuendo così il rischio tra gli investitori; piuttosto che prendere in prestito denaro, il che implica, invece, assumere più passività in proprio.⁴⁷ Di conseguenza, SVB è rimasta con liquidità in eccesso sui suoi libri contabili. Diversi studi, tra i quali quelli di Jensen (1986) e di Stulz (1990), hanno provato che la trappola della liquidità ha un effetto micro.⁴⁸ La liquidità ha un costo. Secondo Jensen & Meckling (1976), l'eccessiva liquidità può esacerbare i problemi dal punto di vista della principal-agent theory, poiché una disponibilità di cash superiore al fabbisogno rende meno pro-

43 V. Bologna, P. (2018). "Banks' Maturity Transformation: Risk, Reward, and Policy". International Monetary Fund, Working Paper 18/45. Vedi anche Paligorova, T. & Santos, J. (2014). "Rollover Risk and the Maturity Transformation Function of Banks". Bank of Canada, Working Paper, 2014/8.

44 Paul, P. (2022). "Banks, Maturity Transformation, and Monetary Policy". Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper, 2020-07.

45 Dunn, W. "Fear grips the markets. After three US banks collapsed in a week, the global financial system is facing a new set of systemic risks". *The New Statesman*, 22 March 2023, <https://www.newstatesman.com/economy/2023/03/fear-grips-markets-banks>.

46 Johnson, C. "Financials fund managers downplay wider risks of SVB's 'deadly combination'". *Citywire*, 23 March 2023, <https://citywire.com/asia/news/financials-fund-managers-downplay-wider-risks-of-svb-s-deadly-combination/a2411764>.

47 V. van Binsbergen, J.H., Graham, J.R. & Yang, J., *Optimal Capital Structure* (9 April 2011). SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1743203>. Vedi anche Faulkender, M., Petersen, M.A. (2006). "Does the Source of Capital Affect Capital Structure?". *Rev. Fin. Studies*, Vol. 19, 45-79; van Binsbergen, J.H., Graham, J.R. & Yang, J. (2010). "The Cost of Debt". *J. Fin.*, vol. 65, 2089-2136.

48 Jensen, M.C. (1986). "Agency Theory of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *Am. Econ. Rev.* 76, 323-29; Stulz, R.M. (1990). "Managerial Discretion and Optimal Financing Policy", *J. Fin'l Econ.* 26, 3-27.

babile che i manager debbano affrontare la disciplina del mercato dei capitali per i loro investimenti.⁴⁹ Secondo Weisbach (2022), in altre parole, se le imprese detengono una liquidità sufficiente a garantire investimenti ottimali anche in periodi di crisi, allora avranno troppa liquidità in periodi normali, quando i flussi di cassa tendono a essere più consistenti e i mercati finanziari presentano minori frizioni.⁵⁰ La letteratura economica ha provato che un costo dell'eccesso di liquidità è che le imprese potenzialmente utilizzeranno questa liquidità in eccesso per effettuare investimenti che riducono il valore.⁵¹

In un editoriale per il quotidiano finanziario *Il Sole 24 Ore*, Pasquale Merella, FRM, un risk manager basato a Milano, ha spiegato che SVB ha commesso un errore fatale.⁵² Ha preso la decisione di investire le risorse raccolte in un portafoglio obbligazionario sovrappesato, allocando in titoli a reddito fisso ben il 57% del totale attivi, una cifra più che doppia rispetto alla media delle banche USA, che si attesta al 24%.⁵³ Inoltre, ben il 78% dell'esposizione a reddito fisso di SVB era in titoli garantiti da ipoteca (mortgage-backed securities, MBS), contro una media del settore di circa il 20%.⁵⁴ Nel 2008, l'eccessiva esposizione a MBS è stata determinante per il crollo di Lehman Brothers.⁵⁵

Il portafoglio a reddito fisso di SVB, tuttavia, non rappresentava una minaccia *ipso facto*. Poteva ancora

49 Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure". *J. Finan'l Econ.* 3 (4), 305-360.

50 Weisbach, M.S. "Corporate Liquidity, Acquisitions, and Macroeconomic Conditions". Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 24 August 2022, <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/06/20/corporate-liquidity-acquisitions-and-macroeconomic-conditions/>.

51 *Ibid.* Vedi anche Harford, J. (1999). "Corporate Cash Reserves and Acquisitions". *J. Fin.*, Vol. 54, 1969-97; Richardson, S. (2006). "Over-Investment of Free Cash Flow". *Rev. Account. Studies*, Vol. 11, 159-89; Lang, L.H.P., Stulz, R.M. & Walking, R.A. (1991). "A test of the Free Cash Flow Hypothesis". *J. Finan'l Econ.*, Vol. 29, 315-335; Jarrad Harford, J. Humphrey-Jenner, M. & Powell, R. (2012). "The Sources of Value Destruction in Acquisitions by Entrenched Managers". *J. Finan'l Econ.*, Vol. 106, 247-61; Passov, R. "How Much Cash Does Your Company Need?". *Harv. Bus. Rev.* (November 2003), 1-8.

52 Merella, P. "SVB, ecco perché non meritava il salvataggio: dov'era il risk management?" *Il Sole 24 Ore*, 14 marzo 2023, <https://www.econopoly.ilsole24ore.com/2023/03/14/fallimento-svb-risk-management/>. Vedi anche Pandolfo, C. "Silicon Valley Bank committed one of the most elementary errors in banking, Larry Summers says". *Yahoo! finance*, 14 March 2023, <https://finance.yahoo.com/news/silicon-valley-bank-committed-one-135059554.html>.

53 *Ibid.*

54 *Ibid.*

55 Lioudis, N. "The Collapse of Lehman Brothers: A Case Study". *Investopedia.com*, <https://www.investopedia.com/articles/economics/09/lehman-brothers-collapse.asp>.

essere mitigato attraverso ben conosciute tecniche di gestione del rischio.⁵⁶ Qualsiasi portafoglio a reddito fisso è esposto al rischio di tasso di interesse: l'aumento dei tassi implica un calo dei prezzi e, quindi, una svalutazione del valore nozionale dei titoli.⁵⁷ Per questo motivo, le banche generalmente coprono la loro esposizione a reddito fisso tramite interest rate swaps (IRS).⁵⁸ Gli IRS sono strumenti derivati che scambiano flussi di cassa a tasso fisso con flussi a tasso variabile. Sottoscrivendo un IRS, una banca concorda con una controparte lo scambio di pagamenti di interessi su un valore nozionale uguale nella stessa valuta, o a tasso fisso per le obbligazioni a tasso variabile o a tasso variabile per le obbligazioni a tasso fisso. Gli IRS consentono ai risk managers di adeguare l'esposizione ai tassi di interesse e compensare i rischi posti da movimenti avversi.

Da un punto di vista complementare, i portafogli a reddito fisso sono esposti al duration risk. I noti studi di Macaulay (1938) hanno stabilito che la duration misura la sensibilità del prezzo di un'obbligazione alle variazioni dei tassi di interesse.⁵⁹ Anche il duration risk può essere mitigato con operazioni di copertura del rischio.⁶⁰ La copertura della duration viene eseguita aprendo posizioni short in futures su obbligazioni. Poiché l'operazione di copertura del duration risk paga un rendimento più elevato a più lunga scadenza e assorbe un rendimento più basso a più breve scadenza, ciò riduce il rendimento del portafoglio. Ad esempio, Goldman Sachs Asset Management (GSAM) distribuisce una classe di quote del tipo "duration hedged" dei suoi fondi a reddito fisso, spiegando nel prospetto del prodotto che "l'idea alla base dello hedging del duration risk è quella di semplificare la complessità del rischio su tassi di interesse multipli, prendendo un unico fattore di rischio, ovvero il rendimento alla scadenza (yield-to-maturity, YTM) del portafoglio e usandolo come proxy per l'intera term structure".⁶¹

Sorprendentemente, SVB non ha seguito le best practices. Al contrario, ha mantenuto un portafoglio obbligazionario senza copertura del rischio su oltre \$100 miliardi di valore nozionale con una duration

56 V. Purnanandam, A. "Interest Rate Risk Management at Commercial Banks: An Empirical Investigation". FDIC Center for Financial Research, Working Paper, No. 2006-02, May 2005.

57 Lioudis, N. "Inverse Relation Between Interest Rates and Bond Prices". *Investopedia.com*, <https://www.investopedia.com/ask/answers/why-interest-rates-have-inverse-relationship-bond-prices/>.

58 V. Basel Committee on Banking Supervision, *supra*, nota 42.

59 Macaulay, F.R. (1938). *Some Theoretical problems suggested by The Movements of Interest Rates, Bond Yields and Stock Prices in the United States since 1856*. National Bureau of Economic Research.

60 Basel Committee on Banking Supervision, *supra*, nota 42.

61 V. Goldman Sachs Asset Management, Duration Hedged Share Class, <https://www.gsam.com/content/gsam/uk/en/advisers/resources/investor-education/duration-hedged-share-classes.html>.

di 5,7 anni e un rendimento medio dell'1,63%.⁶² Un insider del settore ha scritto sul sito di analisi finanziaria *Seekingalpha*: «È assolutamente sorprendente quanto sia stato costruito eccezionalmente male questo portafoglio e quanto sia stata assolutamente inetta la sua gestione». ⁶³

Facendo i calcoli, assumendo una ordinaria leva finanziaria di 1:10, il successivo aumento dei tassi di 450 punti base in 14 mesi avrebbe comportato perdite implicite per un portafoglio di questo tipo pari a \$240 miliardi, azzerando il patrimonio della banca.

4. Arbitraggio sulla regolamentazione prudenziale e aggiramento del risk management: una cattiva scommessa

La famosa citazione di Abraham Lincoln recita: «Puoi ingannare qualcuno per sempre, e tutti per qualche tempo; ma non puoi ingannare tutti per sempre». Tuttavia, SVP pensava di poter fare a meno del risk management, avvalendosi di un artificio contabile. Dopo il 2016, le riforme introdotte alle regole di contabilità bancaria hanno fatto sì che le perdite non realizzate sui titoli detenuti a scadenza non venissero conteggiate nel Tier 1 capital.⁶⁴ Il Tier 1 è la riserva di capitale da mantenere a fronte dell'esposizione creditizia per tenere sotto controllo la leva finanziaria delle banche.⁶⁵ SVP ha contabilizzato praticamente tutto il suo portafoglio obbligazionario come "detenuto fino alla scadenza" (held-to-maturity, HTM), evitando così la contabilità mark-to-market e nascondendo potenziali perdite non realizzate.⁶⁶ O così pensava. Nel bene e nel male, i mercati sono efficienti. Non più tardi del 2022, l'economista Douglas W. Diamond della University of Chicago Booth Business School e l'economista Philip H. Dybvig della Washington University in St. Louis Olin Business School, insieme all'ex Governatore FED Ben S.

⁶² Wigglesworth, R. "How crazy was Silicon Valley Bank's zero-hedge strategy? Not as nuts as you might think, but pretty nuts". *Financial Times*, 17 March 2023.

⁶³ Courage & Conviction Investing. "SVB Financial Group Reached For Yield, Failed, Perhaps A Canary In The Coal Mine". *Seeking alpha*, 13 March 2023, <https://seekingalpha.com/article/4587030-svb-financial-group-reached-for-yield-failed-perhaps-a-canary-in-the-coal-mine>.

⁶⁴ Accounting Standards Update (ASU) No. 2016-01, Financial Instruments—Overall (Subtopic 825-10), Recognition and Measurement of Financial Assets and Financial Liabilities. *Vedi anche* Sonders L.A. & Gordon K. "Another One Bites the Dust: Banking Saga Continues". *Charles Schwab*, 20 March 2023, <https://www.schwab.com/learn/story/another-one-bites-dust-banking-saga-continues>.

⁶⁵ Grant, M. "Tier 1 Capital: Definition, Components, Ratio, and How It's Used". *Investopedia.com*, <https://www.investopedia.com/terms/t/tier1capital.asp>.

⁶⁶ Wigglesworth, *supra*, nota 62.

Bernake, sono stati insigniti del Premio Nobel per l'Economia per i loro studi sulle bank runs.⁶⁷ Il Modello Diamond-Dybvig postula che l'attività di trasformazione delle scadenze lasci le banche vulnerabili alle bank runs.⁶⁸ Le corse agli sportelli si verificano con facilità. Non appena i correntisti si preoccupano della solvibilità di una banca, trasferiscono i loro fondi altrove. Poiché i prestiti bancari hanno scadenze più lunghe dei depositi, le banche non possono richiamare immediatamente i prestiti e sono costrette a eseguire vendite forzate, incorrendo così in pesanti perdite, per onorare le richieste dei correntisti. SVB ha avuto un assaggio di questa medicina amara quando, nella giornata del 9 marzo, ha perso \$42 miliardi in depositi.⁶⁹ Quando si è affrettata a cedere \$21 miliardi di attività disponibili per la vendita a Goldman Sachs (NYSE:GS), ha registrato una perdita di \$1,8 miliardi in un giorno.⁷⁰ La perdita, insieme a un tentativo fallito di raccogliere \$2,25 miliardi attraverso un aumento di capitale,⁷¹ ha fatto suonare la campana a morto. Per SVB era finita.

5. La policy response USA: una manovra efficace, veloce ed accurata.

Il governo USA ha adottato misure straordinarie per prevenire l'insacco di una potenziale crisi bancaria.

In prima battuta, il timore che il crollo di SVB potesse diffondere il contagio e danneggiare l'economia ha spinto il Dipartimento del Tesoro e la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) ad annunciare che tutti i correntisti di SVB sarebbero stati protetti e avrebbero potuto accedere alle proprie giacenze.⁷² La FDIC è stata formata nel 1933 per contribuire a ristabilire la fiducia del pubblico nelle banche attraverso la fornitura di una copertura assicurativa per i depositi bancari e per proteggere la massa

67 The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2022. *NobelPrize.org*, <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2022/summary/>.

68 Diamond, D. W. & Dybvig, P. H. (1983). "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity". *J. Polit. Econ.*, 91(3), 401-419. <http://www.jstor.org/stable/1837095>.

69 Weinstein, A. & Bloomberg. "\$42 billion in one day: SVB bank run biggest in more than a decade". *Fortune*, 11 March 2023, <https://fortune.com/2023/03/11/silicon-valley-bank-run-42-billion-attempted-withdrawals-in-one-day/>.

70 Wang, E.; Nishant, N. & Azhar, S. "SVB says Goldman Sachs was buyer of portfolio it booked losses on". *Reuters*, 15 March 2023, <https://www.reuters.com/business/finance/goldman-sachs-bought-svbs-bond-portfolio-lender-says-2023-03-14/>.

71 Coben, C. "Dissecting Goldman's gory \$2.25bn SVB equity issue". *Financial Times*, 14 March 2023, <https://www.ft.com/content/7e7fdddb-724c-42fd-98ee-5d7248d53334>.

72 "FDIC Acts to Protect All Depositors of the former Silicon Valley Bank, Santa Clara, California". Press release FDIC, 13 March, 2023, <https://www.fdic.gov/news/press-releases/2023/pr23019.html>.

monetaria nelle banche coperte da tale assicurazione.⁷³ Nei fatti, attraverso la funzione di assicurazione dei depositi bancari, l'agenzia ha l'obiettivo di risolvere shock che possono diventare sistemici e di permettere agli shock idiosincratici di essere assorbiti dagli stakeholders.⁷⁴

Contemporaneamente, la FED ha messo a disposizione del sistema bancario una linea di credito istituzionale di emergenza per prevenire un'ondata di corse agli sportelli.⁷⁵ Il nuovo Bank Term Funding Program (BTFP) offre prestiti della durata massima di un anno a banche, casse di risparmio, istituti di credito e altri intermediari creditizi che offrono in garanzia titoli del Tesoro USA, titoli di debito di agenzie governative, titoli garantiti da ipoteca e altri attivi collateralizzabili.⁷⁶ Tali attivi saranno valutati alla pari: la BTFP è pensata per essere un'ulteriore fonte di liquidità rispetto a titoli di alta qualità, eliminando la necessità di un'istituzione di vendere rapidamente quegli stessi titoli in periodi di stress.⁷⁷ Grazie allo schema, le banche potranno prendere in prestito denaro dalla FED, piuttosto che liquidare attività, per onorare le richieste di prelievo dei correntisti. A credito dell'amministrazione Biden, va detto che SVB non è stata salvata dallo Stato e il denaro dei contribuenti non è stato coinvolto in un'operazione in perdita. La FDIC, dopo averne acquisito la curatela fallimentare, procederà con lo scioglimento e la liquidazione delle attività di SVB.⁷⁸

La controllata britannica di SVB è stata invece ceduta in blocco a HSBC (LON:HSBA).⁷⁹ HSBC, con sede a Londra, è la più grande banca in Europa con un totale di bilancio di €2.600 miliardi e 39 milioni di

73 Randall, K.A. "The Federal Deposit Insurance Corporation: Regulatory Functions and Philosophy". 31 *Law and Contemporary Problems*, Fall 1966, 696-712.

74 Benston, G.J. & Kaufman, G.G. (1994). "The Intellectual History of the Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991". In: Kaufman, G.G. (ed.) *Reforming Financial Institutions and Markets in the United States*. Springer, Dordrecht.

75 "Federal Reserve Board announces it will make available additional funding to eligible depository institutions to help assure banks have the ability to meet the needs of all their depositors". Press release FED, 12 March 2023, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230312a.htm>.

76 Board of Governors of the Federal Reserve System. Policy Tools, Bank Term Funding Program, 16 March 2023, <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/bank-term-funding-program.htm>.

77 *Ibid.*

78 "FDIC Creates a Deposit Insurance National Bank of Santa Clara to Protect Insured Depositors of Silicon Valley Bank, Santa Clara, California". Press release FDIC, 10 March 2023, <https://www.fdic.gov/news/press-releases/2023/pr23016.html>.

79 "HSBC acquires Silicon Valley Bank UK Limited". Press release HSBC, 13 March 2023, <https://www.hsbc.com/news-and-media/media-releases/2023/hsbc-acquires-silicon-valley-bank-uk-limited>.

clienti in tutto il mondo.⁸⁰ La rapida acquisizione ha consentito ai clienti di SVB UK di accedere ai propri depositi e servizi bancari come di consueto, scongiurando qualsiasi onda d'urto sulla stabilità finanziaria britannica. La transazione è stata facilitata dalla Banca d'Inghilterra (BOE), in consultazione con il Dipartimento del Tesoro, avvalendosi dei poteri loro conferiti dal Banking Act 2009.⁸¹ Non c'è stato coinvolgimento di denaro del contribuente e i depositi dei clienti sono stati completamente protetti. Avvalendosi delle riforme bancarie post-crisi, che hanno introdotto poteri per gestire in sicurezza i fallimenti delle banche, la cessione ha tutelato sia i clienti di SVB UK che i contribuenti. Il Regno Unito possiede un settore tecnologico leader a livello mondiale, con un ecosistema dinamico di startup e scaleup e il governo di Sua Maestà ha accolto con favore il fatto che sia stato trovato un acquirente del settore privato. Il Cancelliere dello Scacchiere Jeremy Hunt ha confermato che il governo ha operato la regia dell'operazione: «Il Tesoro e la Banca d'Inghilterra hanno facilitato una vendita privata di Silicon Valley Bank UK; questo garantisce che i depositi dei clienti siano protetti e si possano effettuare operazioni bancarie normalmente, senza alcun supporto da parte dei contribuenti. Il settore tecnologico del Regno Unito è leader a livello mondiale e di enorme importanza per l'economia britannica, e [il governo] ha lavorato con urgenza per trovare una soluzione che restituisse fiducia ai clienti di SVB UK».⁸²

L'azione rapida delle autorità di vigilanza ha prevenuto il rischio di contagio. I mercati non prevedono uno spillover. Sebbene abbia causato volatilità in settori del mercato, il fallimento di SVB è visto come una storia idiosincratica piuttosto che come una crisi sistemica.⁸³ Evidentemente, la caduta di SVB non è una ripetizione del 2008: il crollo di Lehman Brothers è stato una questione diversa. Rispetto alla defunta banca d'affari di New York, SVB non impiega una leva finanziaria significativa, non ha una grande esposizione ai derivati, non si è cimentata in attività di trading proprietario e non è interconnessa al sistema finanziario internazionale in modo significativo.⁸⁴

80 Yuen, M. "Here are the top 50 biggest European banks in 2023". *Insider intelligence*, 1st January 2023, <https://www.insiderintelligence.com/insights/largest-banks-europe-list/#::~:~:text=HSBC%20is%20the%20largest%20bank,to%20S%26P%20Global%20Market%20Intelligence>.

81 Banking Act 2009, 2009 c. 1

82 "Government and Bank of England facilitate sale of Silicon Valley Bank UK". *Gov.uk*, 13 March 2023, <https://www.gov.uk/government/news/government-and-bank-of-england-facilitate-sale-of-silicon-valley-bank-uk>.

83 Baxter-Derrington, J. "'This time is different': SVB collapse symptom of easy money rather than systemic banking issues". *Investment Week*, 13 March 2023, <https://www.investmentweek.co.uk/news-analysis/4077449/different-svb-collapse-symptom-easy-money-systemic-banking-issues>.

84 Cfr. Hogg, R. "Paul Krugman says Silicon Valley Bank could've been called the 'Schmoozing and Vibes Bank,' but it's probably not another 'Lehman moment'". *Business Insider*, 11 March 2023, <https://www.businessinsider.com/paul-krugman-svb-schmoozing-vibes-bank-not-new-lehman-moment-2023-3?r=US&IR=T>.

6. L'effetto della politica monetaria restrittiva sulla stabilità finanziaria.

C'è un pericolo altrove, però. Nel suo BlackRock Bulletin, il BlackRock Investment Institute ha sostenuto che le recenti convulsioni del mercato non evidenziano i prodromi di una crisi bancaria, ma piuttosto di crepe finanziarie derivanti dai più rapidi aumenti dei tassi di interesse dall'inizio degli anni '80. "I mercati - si legge nel Bulletin - si sono resi conto dei danni causati dal rapido aumento dei tassi di interesse e ora prezzano una recessione".⁸⁵ Nel suo Investment Talk, Amundi ha analogamente escluso una crisi bancaria. Semmai, Amundi concorda con BlackRock sul fatto che "il crollo di SVB evidenzia la necessità di valutare attentamente gli effetti ritardati del ciclo di inasprimento monetario".⁸⁶

Come notato da Beretta (2007), la ricerca economica ha assodato che il canale del credito è una modalità di trasmissione degli impulsi della politica monetaria.⁸⁷ Per Bernake & Blinder (1988), nel canale dei prestiti bancari, (rappresentato in modelli basati su tre asset: moneta, obbligazioni e prestiti bancari), gli effetti della politica monetaria si manifestano sia attraverso un impatto sui tassi di interesse che sull'offerta di prestiti bancari.⁸⁸ Di conseguenza, l'operatività bancaria è sensibile ai movimenti dei tassi. Più in dettaglio, in uno studio per la Federal Reserve Bank of Saint Louis, White (2023) ha ribadito che l'aumento dei tassi di interesse può avere un impatto negativo su banche e altri intermediari finanziari in diversi modi.⁸⁹ In primo luogo, come reiterato da ultimo da Gerlach, Mora & Uysal (2018), l'aumento del costo del finanziamento.⁹⁰ Quando i tassi di interesse salgono, sale anche il costo del denaro per le banche e gli intermediari finanziari. L'attività di trasformazione delle scadenze subisce un duro colpo: gli oneri finanziari delle banche possono aumentare rapidamente mentre i tassi guadagnati sui prestiti

85 BlackRock Investment Institute. "No 2008 redux, but recession coming". *BlackRock Bulletin*, 16 March 2023, <https://www.blackrock.com/corporate/insights/blackrock-investment-institute/publications/market-volatility-2023>.

86 Amundi Asset Management. "No systemic risk from SVB failure, but watch out for areas of vulnerability". *Investment Talk*, 14 March 2023, <https://research-center.amundi.com/article/no-systemic-risk-svb-failure-watch-out-areas-vulnerability>.

87 Beretta, E. "Modifiche nelle condizioni di finanziamento e domanda di credito per le banche". *Banca Impresa Società*, Fascicolo 3, Dicembre 2007.

88 Bemanke, B.S. & Blinder, A.S. (1992). "The Federal funds rate and the channels of monetary transmission". *Am. Econ. Rev.*, Vol. 82, 901-921.

89 White. C. "Rising Interest Rates Complicate Banks' Investment Portfolios". Federal Reserve Bank of St. Louis, "Supervising Our Nation's Financial Institutions" Series, 9 February 2023.

90 Jeffrey R. Gerlach, J.R., Mora, N. & Uysal, P. (2018). "Bank funding costs in a rising interest rate environment". *J. Bank. Fin.*, Vol. 87, 164-186.

possono richiedere più tempo per recuperare. Questo, a sua volta, può comprimere il margine di interesse intermediazione, che è la differenza tra l'interesse guadagnato sui prestiti e l'interesse pagato sui depositi. In secondo luogo, come provato da Lerner (1944), la diminuzione della domanda di prestiti.⁹¹ Tassi di interesse più elevati possono anche causare una diminuzione della domanda di prestiti poiché il costo del prestito aumenta. Ciò può ridurre il portafoglio prestiti, il che può comprimere ulteriormente i margini e la redditività delle banche. In terzo luogo, valori patrimoniali ridotti.⁹² L'aumento dei tassi di interesse può anche avere un impatto negativo sul valore delle attività finanziarie, come obbligazioni e azioni, detenute da banche e altri intermediari finanziari. Tassi più elevati generalmente portano a una diminuzione del valore dei titoli a reddito fisso, poiché il prezzo di questi titoli si muove inversamente con i tassi di interesse.⁹³ La svalutazione dei titoli può comportare perdite sul portafoglio di investimenti delle banche e coefficienti patrimoniali inferiori. Quarto, come dimostrano dati recenti analizzati in uno studio per il Centre for Economic and Policy Research (CEPR) da Jiménez et al. (2023), aumento del rischio di default.⁹⁴ Se i tassi di interesse salgono o troppo rapidamente o troppo rapidamente, i debitori potrebbero avere difficoltà a rimborsare i loro prestiti, generando tassi di insolvenza più elevati. Ciò può comportare maggiori perdite sui crediti per banche e altri intermediari finanziari.

Monacelli (2023) ritiene che a questo punto, è chiaro che dopo venti anni di politica monetaria accomodante, la lotta delle banche centrali per domare l'inflazione avrà un impatto sul settore bancario.⁹⁵ In uno studio per la Federal Reserve Bank of Cleveland, Bednar & Elamin (2014) spiegano che la posizione finanziaria, in particolare per le istituzioni finanziarie più piccole e non di rilevanza sistemica e per le banche regionali, che beneficiano di una regolamentazione prudenziale più flessibile, si indebolisce in un ambiente di tassi crescenti e può creare il rischio di innescare una crisi di fiducia.⁹⁶ Signature Bank (NASDAQ: SBNY) e First Republic Bank (NYSE:FRC) sono i primi esempi di danno collaterale.

91 Lerner, A. P. (1944). "Interest Theory—Supply and Demand for Loans or Supply and Demand for Cash". *Rev. Econ. Stat.*, 26 (2), 88-91.

92 Lioudis, *supra*, nota 57.

93 V. Malkiel B.G. (1962). "Expectations, Bond Prices, and the Term Structure of Interest Rates". *Q. J. Econ.* 76 (2), 197-218.

94 Jiménez G., Kuvshinov, D. Peydró, J.L. & Richter, B. (2023). "Monetary policy, inflation, and crises: New evidence from history and administrative data". Centre for Economic and Policy Research, Discussion Paper, No. 17761.

95 Monacelli, T. "Dilemma inflazione - stabilità finanziaria per le banche centrali". *laVoce.info*, 24 marzo 2023, <https://lavoce.info/archives/100539/dilemma-inflazione-stabilita-finanziaria-per-le-banche-centrali/>.

96 Bednar, W. & Elamin, M. (2014). "Rising Interest Rate Risk at U.S. Banks." Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Commentary 2014-12.

Fortunatamente, la loro caduta è stata gestita con ordine. Per quanto riguarda Signature Bank, i suoi depositi e prestiti sono stati acquisiti da Flagstar Bank, una filiale di New York Community Bancorp (NYSE:NYCB).⁹⁷ Secondo i termini dell'accordo, Flagstar ha acquisito \$12,9 miliardi di prestiti di Signature Bank con uno sconto di \$2,7 miliardi, \$25 miliardi di depositi e 40 ex filiali SBNY, che presto saranno ribattezzate Flagstar.⁹⁸ Per quanto riguarda First Republic Bank, un sindacato di undici banche USA, guidato da JPMorgan Chase (NYSE:JPM), Bank of America (NYSE:BAC), e Citigroup (NYSE:C), vi ha iniettato \$30 miliardi di liquidità, nel tentativo di evitare una bank run.⁹⁹

A causa delle recenti turbolenze, le banche centrali si trovano di fronte a un enigma e devono trovare un nuovo punto di equilibrio, lacerandosi tra la necessità di combattere l'inflazione e quella di proteggere l'attività economica e la stabilità finanziaria. Nella riunione di marzo, la FED ha deliberato un aumento del tasso di interesse di 25 punti base, mostrando cautela sull'impatto del continuo inasprimento monetario sul settore bancario.¹⁰⁰ Questa decisione ha indicato che il ciclo di inasprimento potrebbe essere vicino alla fine. Questo è stato il nono rialzo da marzo 2022, che ha portato il tasso di riferimento sui fondi federali a un target range compreso tra il 4,75% e il 5%. Il Federal Open Market Committee (FOMC) ha comunicato ai mercati che gli aumenti futuri non sono certi e saranno in gran parte basati sui dati macro: "Il Comitato monitorerà attentamente le informazioni in arrivo e valuterà le implicazioni per la politica monetaria",¹⁰¹ si legge nella dichiarazione post-riunione del FOMC. "Il Comitato prevede che un ulteriore inasprimento della politica monetaria potrebbe essere appropriato al fine di raggiungere un orientamento di politica monetaria sufficientemente restrittivo da riportare l'inflazione al 2% nel corso del tempo."¹⁰² Questa formulazione è un cambiamento di linguaggio rispetto alle precedenti dichiarazioni post-riunione che indicavano che sarebbero stati necessari "aumenti continui" per abbat-

97 "New York Community Bancorp, Inc. through its bank subsidiary Flagstar Bank, N.A., acquires certain assets and assumes certain liabilities of Signature Bridge Bank from the FDIC". Press release NYCB, 20 March 2023, <https://ir.mynycb.com/news-and-events/news-releases/press-release-details/2023/NEW-YORK-COMMUNITY-BANCORP-INC.-THROUGH-ITS-BANK-SUBSIDIARY-FLAGSTAR-BANK-N.A.-ACQUIRES-CERTAIN-ASSETS-AND-ASSUMES-CERTAIN-LIABILITIES-OF-SIGNATURE-BRIDGE-BANK-FROM-THE-FDIC/default.aspx>.

98 *Ibid.*

99 English, C. "First Republic Gets \$30 Billion Deposit Lifeline From Big Banks". *Barron's*, 16 March 2023, <https://www.barrons.com/articles/first-republic-bank-stock-deposits-ad1e2334>.

100 "Federal Reserve issues FOMC statement". Press release FED, 22 marzo 2023, <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230322a.htm>.

101 *Ibid.*

102 *Ibid.*

tere l'inflazione. Secondo Alexander Kurov, Professore di Finanza e Fred T. Tattersall Research Chair in Finance al John Chambers College of Business and Economics presso la West Virginia University, la FED ha compiuto un "un'acrobazia".¹⁰³ In un commento sul mensile economico *Fortune*, Kurov ha scritto che se la FED avesse aumentato i tassi più di quanto previsto dai mercati, avrebbe suscitato ulteriore ansia per l'instabilità nel settore bancario. D'altra parte, se avesse messo in pausa la campagna contro l'inflazione, avrebbe convinto i mercati che il sistema finanziario era al collasso.¹⁰⁴ Tra il rischio di un'inflazione generazionale e il rischio di una crisi finanziaria, la FED ha dovuto far sapere ai mercati di non aver scelto nessuno dei due.

7. Il crollo di Credit Suisse: fallimento di governance e crisi di compliance.

Al contrario, la situazione potrebbe peggiorare in Europa. Il salvataggio del travagliato gruppo finanziario svizzero CS (SIX:CSGN) sta mettendo in tensione i mercati europei. A scanso di equivoci, non c'è nulla in comune tra CS e SVB, a parte una sfortunata coincidenza temporale. L'istituto finanziario con sede a Zurigo è crollato dopo oltre dieci anni di pessima governance. Il suo record di compliance è agghiacciante su ogni aspetto dell'attività bancaria. Paradeplatz è stata coinvolta in tutto: dall'evasione fiscale al riciclaggio di denaro, dalla concussione e corruzione alla frode, ha commesso anche spionaggio. Nel 2009, dopo essere stata coinvolta in accuse di riciclaggio di denaro in diversi paesi, tra cui USA, Italia e Francia, la banca ha accettato di pagare una multa di \$536 milioni per saldare le accuse di violazione delle sanzioni internazionali contro Iran, Sudan e altri paesi.¹⁰⁵ Nel 2014, dopo essere stata accusata di aiutare clienti facoltosi a evadere le tasse USA nascondendo i loro patrimoni in conti offshore, la banca si è dichiarata colpevole delle accuse e ha pagato una multa di \$2,6 miliardi al Dipartimento di Giustizia USA (DOJ).¹⁰⁶ Nello stesso anno, la banca è stata multata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority (FCA) per la vendita impropria di prodotti finanziari complessi, noti come

¹⁰³ Kurov, A. & The Conversation. "The Fed has to choose between generational inflation or the first banking crisis since 2008, finance professor says". *Fortune*, 20 March 2023, <https://fortune.com/2023/03/20/fed-choose-inflation-banking-crisis-finance-professor/>.

¹⁰⁴ *Ibid.*

¹⁰⁵ "Credit Suisse agrees to pay \$536 million". *Reuters*, 16 December 2009, <https://www.reuters.com/article/us-creditsuisse-justice-idUKTRE5BF3C620091216>.

¹⁰⁶ "Credit Suisse Pleads Guilty to Conspiracy to Aid and Assist U.S. Taxpayers in Filing False Returns". Press release DOJ, 19 May 2014, <https://www.justice.gov/opa/pr/credit-suisse-pleads-guilty-conspiracy-aid-and-assist-us-taxpayers-filing-false-returns>.

“prodotti strutturati”, ai propri clienti retail.¹⁰⁷ Nel 2017, nell’ambito di un patteggiamento con il NYDFS per violazioni della legge bancaria di New York, incluse collusioni con altre banche globali, front running a danno dei clienti e ulteriori comportamenti contro l’interesse dei clienti, la banca ha accettato di pagare una multa di \$135 milioni.¹⁰⁸ Le violazioni sono state accertate da un’inchiesta del NYDFS, la quale ha determinato che, almeno dal 2008 al 2015, CS si è costantemente cimentato in una condotta illegale, impropria e scorretta non attuando controlli efficaci sulle proprie operazioni in valuta estera.¹⁰⁹ Nel 2020, dopo essere stata accusata di aver pagato tangenti a funzionari governativi e di aver compiuto atti di corruzione in diversi paesi, tra cui Cina, Russia e Libia, la banca è stata multata di \$47 milioni dalle autorità svizzere per un caso che coinvolgeva un ex dirigente della filiale in Asia-Pacifico.¹¹⁰ Poco dopo, il mandato dell’amministratore delegato Tidjane Thiam nell’incarico di vertice è stato interrotto in tronco, quando è emerso che la banca aveva commesso spionaggio ai danni di un dirigente passato alla rivale UBS (SIX:UBSG).¹¹¹ Nel 2021, CS è stato coinvolto nel crollo di Greensill Capital. La banca aveva investito \$10 miliardi nella finanziaria inglese, forzando l’autorità di vigilanza svizzera, la FINMA, ad emettere una censura affermando che la banca aveva “gravemente violato i propri obblighi di diligenza”.¹¹² Appena tre settimane dopo il fallimento di Greensill, CS ha perso \$5,5 miliardi quando lo hedge fund USA Archegos Capital Management ha liquidato le operazioni.¹¹³ Quindi, per segnare un *annus horribilis*, il banchiere portoghese-britannico Sir António Mota de Sousa Horta-Osório era appena stato nominato nuovo presidente del gruppo, quando è stato accusato di aver violato le restrizioni COVID-19 della Sviz-

107 “UK watchdog fines Credit Suisse, Yorkshire Building Society”. *Reuters*, 16 June 2014, <https://www.reuters.com/article/britain-fca-fine-idUKL5N00X2DC20140616>.

108 “DFS fines Credit Suisse AG \$135 million for unlawful, unsafe and unsound conduct in its foreign exchange trading business”. Press release NYDFS, 13 November 2017, https://www.dfs.ny.gov/reports_and_publications/press_releases/pr1711131.

109 *Ibid.*

110 “Credit Suisse to pay \$47 million to settle hiring corruption probe”. *Reuters*, 6 June 2018, <https://www.reuters.com/article/us-credit-suisse-gp-penalty-idUSKCN1J20ID>.

111 “Factbox: Credit Suisse’s troubles – spies, money laundering and takeover”. *Reuters*, last updated 20 March 2023, <https://www.reuters.com/business/finance/credit-suisse-troubles-spies-money-laundering-central-bank-cash-2023-03-16/>.

112 Miller, H. & Balezou, M. “Credit Suisse ‘Seriously Breached’ Rules in Greensill Case”. *Bloomberg*, 28 February 2023, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-02-28/credit-suisse-seriously-breached-obligations-in-greensill-case#xj4y7vzkg>.

113 V. “Credit Suisse Group publishes the report of the independent external investigation into Archegos Capital Management”. Press release CS, 29 July 2021, <https://www.credit-suisse.com/about-us-news/en/articles/media-releases/archegos-202107.html>.

zera e si è dimesso dopo appena nove mesi nel ruolo.¹¹⁴ Nel 2022, CS è stato coinvolto nello scandalo dei "tuna bond" in Mozambico e ha pagato \$475 milioni di sanzioni alle autorità americane e britanniche.¹¹⁵

La storia si è finalmente conclusa il 14 marzo, quando CS ha comunicato alla Securities and Exchange Commission (SEC) di aver riscontrato "debolezze materiali" nelle sue relazioni finanziarie annuali 2021 e 2022.¹¹⁶ Il successivo sell out ha costretto la Banca nazionale svizzera (BNS) ad iniettare CHF 54 miliardi di liquidità nel bilancio della banca¹¹⁷ e concertare con UBS un'acquisizione da CHF 3 miliardi, con uno sconto del 93% rispetto al valore contabile tangibile di CS, al fine di scongiurare una crisi sistemica.¹¹⁸

8. La policy response svizzera: una pagina nera per il diritto societario e la governance bancaria.

Nell'assumere la regia del salvataggio di CS, Berna ha scritto una pagina nera nel libro di famiglia svizzero. Il Consiglio federale ha rivendicato i poteri previsti dalla legislazione d'emergenza (art. 184 cpv. 3 e art. 185 cpv. 3 della Costituzione svizzera) e ha emanato un'*Ordinanza sui mutui supplementari di sostegno alla liquidità e sulla concessione di garanzie di rischio di perdita da parte della Confederazione per il sostegno alla liquidità crediti della Banca nazionale svizzera a banche di rilevanza sistemica*.¹¹⁹ L'ordinanza ha derogato al diritto federale esistente in maniera significativa.

¹¹⁴ "Credit Suisse boss Horta-Osorio resigns over Covid breaches". *BBC*, 17 January 2022, <https://www.bbc.com/news/business-60019735>.

¹¹⁵ "Credit Suisse fined £147,190,276 (US\$200,664,504) and undertakes to the FCA to forgive US\$200 million of Mozambican debt". Press release FCA, 19 October 2021, [https://www.fca.org.uk/news/press-releases/credit-suisse-fined-ps147190276-us200664504-and-undertakes-fca-forgive-us200-million-mozambican-debt#:~:text=of%20Mozambican%20debt-,Credit%20Suisse%20fined%20%2%A3147%2C190%2C276%20\(US%24200%2C664%2C504\)%20and%20undertakes%20to,%24200%20million%20of%20Mozambican%20debt;Cotterill,J&Walker,O.](https://www.fca.org.uk/news/press-releases/credit-suisse-fined-ps147190276-us200664504-and-undertakes-fca-forgive-us200-million-mozambican-debt#:~:text=of%20Mozambican%20debt-,Credit%20Suisse%20fined%20%2%A3147%2C190%2C276%20(US%24200%2C664%2C504)%20and%20undertakes%20to,%24200%20million%20of%20Mozambican%20debt;Cotterill,J&Walker,O.) "Mozambique reeling from Credit Suisse 'tuna bond' scandal". *Financial Times*, 25 October 2021, disponibile su <https://www.swissinfo.ch/eng/business/mozambique-reeling-from-credit-suisse-tuna-bond-scandal/47054964>.

¹¹⁶ Walker, O. "Credit Suisse finds 'material weaknesses' in financial reporting controls". *Financial Times*, 14 March 2023, <https://www.ft.com/content/3605c3fb-973d-440d-88e3-9ddf367bbef2>.

¹¹⁷ "Credit Suisse to borrow up to CHF50 billion from Swiss National Bank". *Swissinfo.ch*, 16 March 2023, <https://www.swissinfo.ch/eng/business/swiss-central-bank-ready-to-backstop-credit-suisse-with-funds/48364116>.

¹¹⁸ "UBS to acquire Credit Suisse". Press release UBS, 19 March 2023, <https://www.ubs.com/global/en/media/display-page-ndp/en-20230319-tree.html>.

¹¹⁹ Confederazione Svizzera, Dipartimento federale delle finanze DFF, Segreteria di Stato per le questioni finanziarie internazionali SFI. Ordinanza sui mutui supplementari di sostegno alla liquidità e sulla concessione di garanzie di rischio di perdita da parte della Confederazione per il sostegno alla liquidità crediti della Banca nazionale svizzera a banche di rilevanza sistemica, 16 marzo 2023, <https://www.fedlex.admin.ch/filestore/fedlex.data.admin.ch/eli/oe/2023/6/it/pdf/fedlex-data-admin-ch-eli-oe-2023-6-it-pdf.pdf>.

Nell'ambito del salvataggio, sono stati cancellati €16 miliardi di obbligazioni "Additional Tier 1" (AT1).¹²⁰ Le obbligazioni AT1 sono un complesso strumento di debito del tipo contingent convertible (CoCo) emesso dalle banche. "Additional Tier 1" è una classificazione regolamentare del capitale bancario ai sensi dell'International Regulatory Framework di Basilea III.¹²¹ I CoCo bond combinano le caratteristiche di entrambi gli strumenti di debito e di capitale. Come altre obbligazioni, pagano interessi regolari agli investitori e hanno una data di scadenza prestabilita, ma includono anche una caratteristica "contingente" che consente loro di essere convertiti in azioni a determinate condizioni predeterminate. La contingenza che attiva la conversione in azioni può variare, ma tipicamente comporta che i livelli patrimoniali della banca scendano al di sotto di una certa soglia prudenziale. A questo punto, il CoCo bond si convertirà in common equity, contribuendo a rafforzare la posizione patrimoniale della banca. I CoCo bond sono stati introdotti all'indomani della crisi finanziaria globale del 2008 come un modo per le banche di rafforzare le proprie posizioni patrimoniali e conformarsi ai nuovi requisiti normativi. Durante la crisi finanziaria, molte banche hanno subito perdite significative e hanno dovuto far fronte all'insolvenza; ciò ha evidenziato la necessità per le banche di detenere più capitale come cuscinetto contro perdite impreviste. In risposta, le autorità di regolamentazione internazionali hanno introdotto nuove regole nell'ambito dell'International Regulatory Framework di Basilea III che richiede alle banche di detenere livelli di capitale più elevati per migliorare la loro resilienza e ridurre il rischio di future crisi finanziarie. In uno studio per il Fondo Monetario Internazionale, Pazarbasioglu et al. (2011), hanno spiegato che i CoCo bond sono stati introdotti come un modo per le banche di raccogliere capitale aggiuntivo in modo rapido ed efficiente soddisfacendo questi nuovi requisiti normativi.¹²² Uno studio di Jaworski, Liberadzki & Liberadzki (2017) spiega che convertendosi in azioni in determinate circostanze, i CoCo bond possono aiutare a rafforzare la posizione patrimoniale di una banca durante i periodi di stress finanziario, contribuendo a ridurre la probabilità di insolvenza.¹²³

Comprensibilmente, la decisione di spazzare via gli obbligazionisti AT1 per salvare, almeno in parte, gli azionisti, ha spinto gli investitori internazionali sul piede di guerra, costringendo la Banca centrale

120 V. Wigglesworth, R. "Credit Suisse AT1s vaporised". *Financial Times*, 19 March 2023, <https://www.ft.com/content/b5cd8ff0-4c0e-418c-8e4b-dda1d00fa5a7>.

121 V. Basel Committee on Banking Supervision. Basel III: international regulatory framework for banks.

122 Pazarbasioglu, C., Zhou, J., Le Leslé, V. & Moore, M. "Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features". IMF Staff Discussion Note, SDN/11/01, 25 January, 2011 (Authorized for distribution by José Viñals).

123 Jaworski, P., Liberadzki, K. & Liberadzki, M. (2017). "How does issuing contingent convertible bonds improve banks' solvency? A Value-at-Risk and Expected Shortfall approach". *Economic Modelling*, Vol. 60, 162-168.

europea (BCE), l'Autorità bancaria europea (EBA) e il Comitato di risoluzione unico (SRB) a rilasciare una dichiarazione congiunta in cui spiegano che gli strumenti rappresentativi di capitale dovrebbero essere i primi ad assorbire le perdite e che solo dopo il loro pieno utilizzo i debiti AT1 dovrebbero poter essere svalutati. Nel tentativo di rassicurare i mercati, le autorità europee hanno scritto: "Questo approccio è stato costantemente applicato in casi passati e continuerà a guidare le azioni della vigilanza bancaria dell'SRB e della BCE negli interventi di crisi".¹²⁴ Contestualmente, la BOE ha rilasciato una dichiarazione per affermare che le obbligazioni AT1 si collocano prima del livello più alto del capitale azionario. Threadneedle Street ha scritto: "I detentori di tali strumenti dovrebbero aspettarsi di essere esposti a perdite in caso di risoluzione o insolvenza nell'ordine delle loro posizioni in questa gerarchia".¹²⁵

In un autorevole studio di McDaniel (1986), è riportato che nella letteratura accademica, il principio della gerarchia nell'ordine di liquidazione degli strumenti di capitalizzazione dell'impresa non è mai stato messo in discussione.¹²⁶

Per facilitare il completamento dell'acquisizione, la Svizzera ha anche eluso il voto degli azionisti sulla fusione tra UBS e CS, infrangendo ulteriormente i principi base del diritto societario e della governance societaria.¹²⁷ Per legge, qualsiasi acquisizione di una società quotata in Borsa deve essere sottoposta al voto dell'assemblea straordinaria degli azionisti della società acquisita.

Il diritto di voto degli azionisti è previsto nel diritto societario per buone ragioni. Nella letteratura economica è dimostrato che il voto dell'assemblea societaria è un fattore positivo per l'economia. Uno studio per lo European Corporate Governance Institute (ECGI) di Li, Liu & Wu (2018) dimostra che gli acquirenti con una bassa partecipazione istituzionale, un elevato rischio di transazione e alti costi di agenzia sono più propensi a bypassare il voto degli azionisti.¹²⁸ Tali acquirenti hanno rendimenti di annuncio più

¹²⁴ "ECB Banking Supervision, SRB and EBA statement on the announcement on 19 March 2023 by Swiss authorities". Press release ECB, 20 March 2023, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ssm.pr230320~9f0ae34dc5.en.html>.

¹²⁵ "Bank of England Statement: UK creditor hierarchy". Press release BOE, 20 March 2023, <https://www.bankofengland.co.uk/news/2023/march/boe-statement-uk-creditor-hierarchy>.

¹²⁶ McDaniel, M. W. (1986). "Bondholders and Corporate Governance". *The Business Lawyer*, 41(2), 413-460.

¹²⁷ V. Primarck, D. "UBS-Credit Suisse deal shows that shareholders are no longer in charge". *Axios*, 20 marzo 2023, <https://www.axios.com/2023/03/20/ubs-credit-suisse-shareholders-no-longer-in-charge>.

¹²⁸ Li K., Liu T. & Wu J. "Vote Avoidance and Shareholder Voting in Mergers and Acquisitions". European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper, No. 481/2016, January 2018.

bassi e fanno offerte più alte rispetto a quelli che non lo fanno.¹²⁹ Gli autori dimostrano che per evitare il voto degli azionisti, gli acquirenti aumentano l'emissione di azioni e riducono il pay out per aumentare la quota in cash nelle operazioni a pagamento misto, quindi, utilizzando un'analisi regressiva, dimostrano un effetto causale positivo del voto degli azionisti concentrato tra gli acquirenti con una maggiore partecipazione istituzionale.¹³⁰ Analogamente, Bach & Metzger (2014) dimostrano che nel caso di M&A le proposte degli azionisti sostenute dalla maggioranza creano valore non necessariamente perché il loro contenuto ha un valore intrinseco, ma perché aumentano la pressione sul consiglio di amministrazione.¹³¹ Gli studi accademici convergono dunque sull'importante implicazione che il voto degli azionisti attenua i problemi di agenzia nelle acquisizioni societarie.

Il Consiglio federale ha bypassato tale obbligo. La base giuridica di tale deroga è stata creata *ad hoc*, attraverso il nuovo art. 10a (Deroghe al Merger Act) dell'ordinanza. La nuova norma, in effetti, ha fatto anche di più, escludendo l'applicazione degli articoli 11 (predisposizione del bilancio intermedio), 14 (pubblicazione del verbale di fusione), 15 (audit del verbale di fusione) e 16 (diritto alla consultazione dei soci) dello *Swiss Merger Act* del 2003.¹³² Sebbene le azioni del CS siano quotate sia sul New York Stock Exchange che sulla Borsa Svizzera (SIX) a Zurigo, il governo svizzero ha unilateralmente eliminato il diritto di voto degli azionisti. La modifica della governance societaria non ha precedenti nel contesto dei meccanismi di risoluzione delle crisi. Durante la crisi finanziaria del 2008, ad esempio, gli azionisti di Bear Stearns furono chiamati ad approvare l'acquisizione sponsorizzata dal governo USA da parte di JP Morgan.¹³³ Nel processo, quest'ultima è stata indotta ad aumentare la sua offerta iniziale di \$2 per azione a \$10 per azione in risposta alle pressioni montate dall'assemblea degli azionisti.¹³⁴

I mercati hanno bocciato la gestione del caso da parte della Svizzera, gettando nel tumulto il mercato obbligazionario AT1, che vale \$275 miliardi. Il fondo Invesco AT1 Capital Bond UCITS, negoziato in Borsa

¹²⁹ *Ibid.*

¹³⁰ *Ibid.*

¹³¹ Bach, L. & Metzger, D. "Why Do Shareholder Votes Matter?" Stockholm School of Economics & Swedish House of Finance, December 2014.

¹³² Confederazione Svizzera, *supra*, nota 119.

¹³³ "JPMorgan Chase and Bear Stearns Announce Amended Merger Agreement and Agreement for JPMorgan Chase to Purchase 39.5% of Bear Stearns". Press release JPMorgan, 24 March 2008, <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/19617/000089882208000320/pressrelease.htm>.

¹³⁴ Reiter, C. "JPMorgan raises Bear Stearns bid, grabs stake". *Reuters*, 24 March 2008, <https://www.reuters.com/article/us-bearstearns/jpmorgan-raises-bear-stearns-bid-grabs-stake-idUSN2430313520080324>.

(LON:AT1P), è sceso di oltre il 16% il giorno dell'annuncio, mentre la nota AT1 da £650 milioni con cedola del 7,125% di Deutsche Bank (Xtra: DBK) è scesa a 64 p., il calo più grande mai registrato in un giorno. Il governo svizzero ha attratto critiche da rispettabili esponenti della comunità finanziaria. «Questa mossa è decisamente inaspettata», ha dichiarato a *Bloomberg TV* Gildas Surry, partner di Axiom Alternative Investments, un hedge fund francese. «C'è ora un problema di fiducia con le autorità», ha detto.¹³⁵ Parlando con il sito di analisi finanziaria *MarketWatch*, Mohit Kumar, capo economista finanziario in Europa di Jefferies, una banca d'investimento USA, ha fatto eco a tale sentimento: «L'accordo UBS-CS avrebbe potuto evitare un evento di rischio immediato, ma la svalutazione degli AT1 ha aggiunto un'incertezza che potrebbe persistere per settimane se non mesi».¹³⁶ Parlando con *BNN Bloomberg*, Charles-Henry Monchau, chief investment officer del gruppo finanziario svizzero Syz Bank, è stato ancora più duro: «Si tratta di uno sviluppo negativo, dato che anche gli obbligazionisti non garantiti, di solito, si collocano al di sopra degli azionisti nella struttura del capitale».¹³⁷ «Quindi - ha proseguito - il fatto che gli azionisti ottengano "qualcosa" e i possessori di CoCo bond "niente" solleva seri interrogativi sul reale valore dei CoCo bond. Questo sta creando rischi di contagio sui CoCo. C'è anche il rischio di un effetto di spillover sul credito globale».¹³⁸

In alcuni ambienti, si è ipotizzato che la mossa del governo svizzero fosse motivata politicamente e che Berna abbia tentato di tutelare le sue relazioni estere con l'Arabia Saudita e il Qatar. La Saudi National Bank (SANB) (XSAU:1180), posseduta al 37% dal Public Investment Fund di Riyadh era il maggiore azionista di CS e possedeva il 9,9% del suo capitale azionario prima del crollo. La Qatar Investment Authority (QIA), il fondo sovrano di Doha, era il secondo maggiore azionista di CS e possedeva il 6,8% del suo capitale azionario. Nonostante l'insinuazione, SANB ha confermato alla *CNBC* di aver subito una perdita di circa l'80% sul suo investimento in CS.¹³⁹ Tuttavia, nelle trading room della City, si mormora che la

¹³⁵ Smith, G. "European bank bond, stock prices fall after CS's surprise AT1 wipeout", *Investing.com*, 20 March 2023, <https://www.investing.com/news/stock-market-news/european-bank-bond-stock-prices-fall-after-css-surprise-at1-wipeout-3034310>.

¹³⁶ Neeley, B. "\$275 billion bank convertible bond market in turmoil after Credit Suisse's securities were wiped out". *Business News*, 20 March 2023, <https://biz.crastr.net/275-billion-bank-convertible-bond-market-in-turmoil-after-credit-suisse-securities-were-wiped-out/>.

¹³⁷ Monchau, C.H. "UBS, Credit Suisse deal's not about saving a bank but the Swiss Banking System: Bank SYZ CIO", [video] *BNN Bloomberg*, <https://www.bnnbloomberg.ca/video/ubs-credit-suisse-deal-s-not-about-saving-a-bank-but-the-swiss-banking-system-bank-syz-cio-2650624>.

¹³⁸ *Ibid.*

¹³⁹ Turak, N. "Saudi National Bank loses over \$1 billion on Credit Suisse". *CNBC*, 23 March 2023, <https://www.cnbc.com/2023/03/20/saudi-national-bank-loses-over-1-billion-on-credit-suisse-investment.html>.

svendita che ha portato al crollo di CS è da imputarsi proprio a SANB stessa. Il 15 marzo, dopo che il CS aveva riportato una perdita di CHF 7,3 miliardi per il 2022, il presidente di SANB Ammar Al Khudairy è stato intervistato da *Bloomberg*. L'agenzia di informazione e analisi finanziaria gli ha chiesto se SANB fosse intenzionata ad aumentare la sua partecipazione in CS per stabilizzarne la posizione finanziaria. La sua risposta è stata "assolutamente no, per tanti motivi oltre al più semplice motivo, che è normativo e statutario".¹⁴⁰ Il commento ha scatenato il panico degli investitori e ha fatto scendere le azioni del CS del 30% durante la sessione di negoziazione in Borsa, portando la banca sull'orlo dell'insolvenza. Evidentemente, la posizione di Al Khudairy non aveva alcun senso. In qualità di maggiore azionista, SANB aveva da perdere più di tutti dalla debolezza del CS. Pronunciare parole di disinteresse ad intervenire dopo risultati finanziari deludenti equivaleva a un suicidio finanziario. Prevedibilmente, il 27 marzo, Al Khudairy si è dimesso dall'incarico, adducendo "ragioni personali", dopo che il suo passo falso è stato criticato dall'intera comunità finanziaria internazionale.¹⁴¹ "La questione della dichiarazione del presidente non è passata inosservata a Palazzo Reale", ha detto un banchiere basato in Arabia Saudita, citato da *Bloomberg*.¹⁴²

Come sempre accade, la cattiva governance, l'incompetenza gestoria, gli errori di comunicazione e le manovre politiche hanno lasciato un pesante conto da pagare. In un'analisi per la *CNN*, Hannah Ziady ha scritto: "Il contribuente svizzero si è ora accollato CHF 9 miliardi di potenziali perdite future di UBS, derivanti da determinate attività del CS, a condizione che tali perdite superino CHF 5 miliardi. Il governo ha anche esplicitamente garantito un'ancora di salvezza di CHF 100 miliardi a UBS, qualora ne avesse bisogno, anche se questa sarebbe rimborsabile".¹⁴³

140 El-Din, Y.G. & Halftermeyer, M. "Credit Suisse Reels After Top Shareholder Rules Out Raising Stake". *Bloomberg*, 15 March 2023, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-15/credit-suisse-top-shareholder-rules-out-more-assistance-to-bank-lf9gfhbr?sref=VYQZzSZK#xj4y7vzkg&leadSource=uverify%20wall>.

141 Gambrell, J. "Saudi National Bank chair resigns after Credit Suisse storm". *Associated Press*, 27 March 2023, <https://apnews.com/article/saudi-arabia-credit-suisse-alkhudairy-resigns-b9aeb2ee06891050c81dca079a083b11>.

142 Martin, M. & Parasie, N. "Saudi National Bank Chair Resigns After Credit Suisse Remark". *Bloomberg*, 27 March 2023, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-03-27/saudi-national-bank-chairman-resigns-after-credit-suisse-comment#xj4y7vzkg>.

143 Ziady, H. "Too big for Switzerland? Credit Suisse rescue creates bank twice the size of the economy". *Cnn*, 24 March 2023, <https://edition.cnn.com/2023/03/23/investing/credit-suisse-ubs-impact-switzerland/index.html>.

Conclusioni

La risoluzione USA alla crisi è stata analitica ed efficace. Il Bank Term Funding Program offerto dalla FED, insieme all'estensione implicita dell'assicurazione sui depositi a tutti i depositanti offerta dalla FDIC, ha prevenuto una crisi sistemica e ridotto il rischio di una bank run generalizzata nel breve periodo.¹⁴⁴

Secondo De Marzo et al. (2023), in senso stretto, nel caso di SVB (nonché di Signature Bank e First Republic Bank), l'azione delle autorità di vigilanza ha evitato il moral hazard. Azionisti e management, le cui decisioni hanno portato al fallimento, sono stati spazzati via e le attività cedute a nuovi proprietari.¹⁴⁵

Le autorità di vigilanza USA hanno operato da agenti razionali. Esistono dei rischi sistemici reali. Il sistema bancario è un network in cui i bilanci delle banche sono interconnessi, per cui uno shock su una banca viene trasferito sulle altre. Esiste, tuttavia, altro aspetto che supera l'aspetto reale dei flussi di cassa reali ed è dovuto alle aspettative (beliefs). Queste si manifestano attraverso il ruolo dei depositi. Poiché molte istituzioni creditizie adottano una grande leva finanziaria, il rischio è che in un determinato momento si formi nel mercato una eterogeneità di beliefs. Nel momento in cui i depositanti dovessero decidere per qualche motivo anche irrazionale che c'è un rischio di insolvenza, si innesca una bank run. Di conseguenza, un rischio idiosincratico muta in rischio sistemico.

Per descrivere questo fenomeno, alla fine degli anni '70, nella letteratura di macroeconomia apparve il concetto di sunspot,¹⁴⁶ ovvero ci sono degli aspetti che sono delle variabili estranee, cioè non reali, capaci però di avere un impatto reale sull'economia. Per questo motivo, l'intervento statale può avere rilevanza nel cambiare i beliefs che potrebbero causare una crisi di fiducia. Lo strumento di intervento, la garanzia, si presta perfettamente a questa modalità di azione. In presenza di un sunspot, il costo implicito della garanzia è pari a zero. Se le autorità di vigilanza correttamente classificano un rischio come idiosincratico, la garanzia cambia i beliefs, la bank run non avviene e la garanzia non verrà mai escussa. Ciò ha permesso alla FDIC di annunciare la copertura di tutti i conti correnti bancari, anche quelli sopra la soglia assicurabile di \$250 mila. La risoluzione USA è stata una spettacolare forma di

144 De Marzo, P., Xuewei Jiang, E., Krishnamurthy, A., Matvos, G., Piskorski, T. & Seru, A. "Resolving the Banking Crisis". Chicago Booth Stieglar Center for the Study of the Economy and the State, *Promarket*, 20 April 2023, <https://www.promarket.org/2023/04/20/resolving-the-banking-crisis/>.

145 *Ibid.*

146 Cass, D. & Shell, K. (1983). "Do Sunspots Matter?". *J. Pol. Econ.* 91 (21), 193-228.

arbitraggio sistemico.

Al contrario, il salvataggio di CS non si conclude con un lieto fine. La fusione di CS e UBS non gioverà alla Svizzera, le cui due SIFI (istituzioni finanziarie di importanza sistemica) "troppo grandi per fallire" si uniranno in un'unica banca "ancora più grande per fallire" con un bilancio pari a più del doppio del PIL svizzero. A quota CHF 333 miliardi, le giacenze di conto corrente nella nuova banca equivalgono al 45% del PIL, un importo enorme anche per un paese austero, con finanze pubbliche rigorose e bassi livelli di debito pubblico.¹⁴⁷ In uno studio per la Federal Reserve Bank di Richmond, Ennis & Malek (2005) avevano spiegato i rischi della politica "too big to fail".¹⁴⁸ Alcune banche potrebbero essere considerate troppo grandi per fallire: se una di queste banche dovesse trovarsi in difficoltà, spiegano gli autori, il mercato potrebbe aspettarsi un salvataggio da parte del governo; la possibilità di salvataggi contingenti crea un rischio e una distorsione dimensionale nelle decisioni delle banche.¹⁴⁹ Di conseguenza, ritorna il problema sollevato da Mishkin, Stern & Feldman (2006): se le banche tendono a diventare più rischiose e più grandi, il costo della distorsione "too-big-to-fail" potrebbe diventare "too big to ignore".¹⁵⁰ Nel mercato sussiste ora una certa preoccupazione. In una nota di ricerca, l'analista capo di JP Morgan Kian Abouhossein ha scritto: "C'è troppo rischio di concentrazione e una posizione dominante nel mercato interno svizzero".¹⁵¹ Il gran finale svizzero è un monopolio. In "Highlander", il miglior film a non aver mai vinto un Oscar, gli immortali si affrontavano in un duello all'ultimo sangue, promettendosi: "ne resterà soltanto uno". Tale prospettiva era terrificante.

¹⁴⁷ Ziady, *supra*, nota 143.

¹⁴⁸ Ennis, H.M. & Malek, H.S. "Bank Risk of Failure and the Too-Big-to-Fail Policy". Federal Reserve Bank of Richmond, Economic Quarterly, Spring 2005.

¹⁴⁹ *Ibid.*

¹⁵⁰ Mishkin, F. S., Stern, G., & Feldman, R. (2006). "How Big a Problem Is Too Big to Fail? A Review of Gary Stern and Ron Feldman's 'Too Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts'." *J. Econ. Lit.*, 44 (4), 988-1004.

¹⁵¹ Come riportato da Munoz, M. "JPMorgan sees Credit Suisse takeover as likely scenario". *The Edge Markets*, 16 March 2023, <https://www.theedgemarkets.com/node/659511>; e da Smith, E. "Fail or sale? What could be next for stricken Credit Suisse". *CNBC*, 18 March 2023, <https://www.cnbc.com/2023/03/18/credit-suisse-banking-experts-predict-what-could-happen-next.html>.