



SCUOLA DI DOTTORATO

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO-BICOCCA

Dipartimento di **Giurisprudenza**

Dottorato di Ricerca in SCIENZE GIURIDICHE

Ciclo XXXI

Curriculum in **Diritto privato italiano e comparato, del lavoro e tributario**

IL *BAIL IN* NEL NUOVO SISTEMA DI RISOLUZIONE DELLE CRISI BANCARIE: IMPATTO SULLA TUTELA DEL RISPARMIO

DOTTORANDO: **Zampino Giuseppa**

Matricola n. 810422

Tutor: Prof. Avv. Bruno Inzitari

Coordinatore: Prof. Arcari Maurizio

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

INDICE

PREMESSA	1
CAPITOLO I	4
LA DISCIPLINA EUROPEA DI RISOLUZIONE DELLE CRISI BANCARIE	4
1. Il contesto normativo di riferimento: le ragioni di una scelta	4
2. La procedura di risoluzione e il recepimento nell'ordinamento italiano	12
2.1 I piani di risanamento	15
2.2 I piani di risoluzione	20
2.3 Le misure di intervento precoce	23
3. La risoluzione degli enti creditizi	26
3.1 I singoli strumenti di risoluzione	28
3.1.1 L'alienazione dell'attività d'impresa	29
3.1.2 (Segue) La <i>bridge bank</i>	32
3.1.3 (Segue) La separazione delle attività o <i>bad bank</i>	33
4. La garanzia pubblica: requisiti e controlli della Commissione in materia	35
CAPITOLO II	39
IL BAIL IN	39
1. Le origini del <i>bail in</i> e il suo significato: <i>bail in</i> autoritativo e <i>bail in</i> contrattuale	39
2. Presupposti applicativi	43
2.1 Dissesto o rischio di dissesto	44
2.2 Il dissesto nella direttiva e nelle linee guida EBA	45
2.3 Il dissesto nel d.lgs. n. 180/2015	46
3. L'ambito oggettivo di applicazione: passività svalutabili e convertibili vs. passività escluse	50
3.1 (Segue) Le disponibilità costituite da denaro	56
3.2. (Segue) Altre passività escluse: un richiamo alle clausole generali e le obbligazioni quantitativamente <i>bail inable</i>	60
3.3. Le valutazioni dell'Autorità di risoluzione	62
4. Il conflitto tra continuità aziendale e soddisfacimento dei creditori: il principio del NCWO (<i>no creditor worse-off</i>)	72
5. Profili di diritto internazionale privato	75
6. Il <i>bail-in</i> nel sistema delle procedure concorsuali. Il ruolo della <i>par condicio creditorum</i> anche alla luce del NCWO <i>principle</i>	77
CAPITOLO III	86
IL RECEPIMENTO DELLA BRRD A LIVELLO INTERNO: PROFILI DI LEGITTIMITA' COSTITUZIONALE. LE ESPERIENZE DI ALCUNI ISTITUTI DI CREDITO ITALIANI	86

1. Il recepimento della BRRD a livello interno: margine di discrezionalità degli Stati Membri	86
2. Ordine di riduzione e conversione nel contesto del <i>bail-in</i>	91
3. Profili di legittimità costituzionale del <i>bail-in</i>	94
3.1 Uno sguardo alle esperienze degli altri paesi UE. L'esperienza austriaca: il caso Heta	99
3.2 Le vecchie e le nuove esperienze italiane: il caso Tercas.....	107
3.2.1 (Segue) Il “Caso Banca di Romagna”: l'esercizio del potere di “ <i>removal</i> ” da parte della Banca d'Italia.....	110
3.2.2 (Segue) Il caso delle “Tre Casse”: l'adozione di misure di intervento precoce per l'alleggerimento dei crediti deteriorati (“ <i>NPL 'S</i> ”) e la patrimonializzazione della banca.....	111
3.2.3 (Segue) Il caso delle “Due Venete”: l'apertura della procedura di liquidazione coatta amministrativa e la contestuale cessione delle aziende delle due banche in crisi	112
3.2.4 (Segue) Il caso della Banca Monte Dei Paschi di Siena.....	115
CAPITOLO IV	118
L'IMPATTO DEL <i>BAIL-IN</i> SUL SISTEMA DI PROTEZIONE DELL'INVESTITORE: UNA QUESTIONE DI TUTELE.....	118
1. Il <i>bail in</i> e gli altri diritti sostanziali dei titolari di pretese nei confronti della banca risolta: retroattività della disciplina del <i>bail-in</i>	118
1.1 Gli effetti sugli azionisti	123
1.2 Gli effetti sui creditori sociali: cessione di passività; riduzione del valore nominale e conversione in azioni; disattivazione di prerogative di diritto comune	127
2. La prima applicazione nell'ordinamento italiano: il “salvataggio” delle quattro banche (Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Banca Marche, Carichieti e Cassa di Risparmio di Ferrara)	130
3.1 La tutela degli obbligazionisti subordinati delle quattro banche risolte	135
3.2 Le indicazioni della prima giurisprudenza di merito	137
3. I sistemi (nazionali) di garanzia dei depositi alla luce della risoluzione e gestione delle crisi bancarie (direttive BRRD e DGS).	145
4. L'impatto del <i>bail-in</i> sul sistema di protezione dell'investitore e sulle obbligazioni bancarie vendute alla clientela: gli <i>Statements</i> dell'ESMA e le linee di intervento della CONSOB	157
4.1 La tutela dei sottoscrittori (o creditori pignoratizi) delle obbligazioni garantite dallo Stato.....	162
4.2 L'impatto sulla informativa alla clientela: il rischio del <i>bail in</i>	164
4.3 Gli obblighi informativi nel mercato finanziario: la profilatura del cliente.....	168
4.4 Informazione e adeguatezza dell'investimento: un problema di applicazione di regole di condotta (artt. 21 ss. T.U.F.).	181
4.5 Una breve digressione: le regole di condotta in generale in relazione alla profilatura del cliente. Il nodo dei rimedi.....	184
5. Il <i>bail-in</i> e la tutela del risparmio: prospettive <i>de iure condendo</i>	192
CONCLUSIONI	205
INDICE BIBLIOGRAFICO.....	207

PREMESSA

Il plesso normativo europeo dedicato alla gestione delle crisi bancarie è uno dei pilastri dell'Unione bancaria. La risoluzione, termine che individua l'insieme di procedure e poteri per gestire tale crisi, ne costituisce il punto nevralgico.

L'idea su cui si fondano le regole europee – si fa riferimento alla direttiva BRRD (2014/59/UE) e al regolamento SRM (vedi *infra*) – consiste in ciò: per gestire in modo rapido, ordinato ed efficace le crisi bancarie è necessario codificare, in tutti gli ordinamenti europei, istituti e poteri speciali che consentano a una autorità amministrativa di intervenire tempestivamente e di ridurre in tal modo il costo delle crisi per i contribuenti, evitare distorsioni del mercato e, al contempo, tutelare i depositanti.

Si tratta di tecniche di intervento; in un primo momento, ad assicurare la continuità delle funzioni essenziali dell'ente interessato (art. 31, 1° comma, lett. a) ed in alternativa, a predisporre l'attivazione delle misure applicabili in caso di insolvenza, allo scopo di prevenire il contagio sul piano sistemico.

In ogni caso, l'art. 34 della direttiva BRRD chiarisce che qualsiasi misura intrapresa debba essere coerente con taluni principi generali reputati inderogabili (significativo è il riferimento alla regola secondo cui gli azionisti debbano subire per primi le perdite, laddove i creditori ne sopportino le conseguenze soltanto successivamente, ferma restando la parità di trattamento tra gli appartenenti alla medesima categoria). A ciò si aggiunga che nessun creditore deve tollerare perdite maggiori rispetto a quelle che avrebbe sostenuto se l'ente fosse stato liquidato con procedura ordinaria di insolvenza.

Poiché, come si dirà, la risoluzione non è un istituto ma un insieme di istituti, tra le tecniche individuate, è significativo il potere (assegnato ad un'Autorità *ad hoc*) di ricapitalizzare l'ente in crisi oppure di svalutare le azioni e i crediti o di convertire in azioni (secondo un ordine gerarchico) le passività

dell'ente bancario in crisi, purché siano soddisfatte talune condizioni (art. 43 BRRD). Ci si riferisce, dunque, al *bail-in*, istituto che permette di far gravare il peso della ripresa dell'attività bancaria sugli azionisti e sui creditori dell'istituto in difficoltà piuttosto che sui contribuenti (c.d. internalizzazione delle perdite).

Trattasi, invero, di un istituto complementare nel senso che esso mira esclusivamente a ripristinare un equilibrio di bilancio della banca in crisi mediante un'operazione che importi il taglio (*haircut*) di posizioni passive che la banca ha assunto verso (alcuni) terzi e che, quindi, da sola non è, almeno non sempre, un'operazione suscettibile di rimediare alla crisi, in quanto non fornisce all'ente in dissesto ciò di cui esso avrebbe maggiormente bisogno: nuova liquidità.

Pertanto, oggetto del presente studio è l'analisi del finanziamento della risoluzione e, in particolare, dell'applicazione del *bail in*, quale strumento di risoluzione che meglio rappresenta la risposta politica ai salvataggi pubblici delle banche, essendo volto a minimizzare i costi sopportati dai contribuenti.

Tale disciplina, che rappresenta una rivoluzione copernicana nel modo di affrontare il rischio di insolvenza delle banche, comporta delle complessità intrinseche, quali la sua compatibilità con le regole e i principi costituzionali, posti a tutela della proprietà e dei diritti patrimoniali nascenti da rapporti di diritto privato, l'impatto sulla tutela del risparmio e sui costi di finanziamento delle banche.

Infatti, l'attuazione in termini giuridici concreti di siffatto meccanismo non è esente da difficoltà sia di tecnica giuridica che di politica del diritto, quali la determinazione di chi (azionisti, creditori) debba farsi carico delle perdite dell'istituto e in quale misura; l'interazione tra il regime della risoluzione e gli aiuti di Stato.

In quest'ottica l'analisi prenderà le mosse dal regime di risoluzione, in quanto disciplina di riferimento che prevede il ricorso a risorse finanziarie pubbliche come misura eccezionale e prende come linee direttrici del suo agire

due principi fondamentali: il primo è la tutela dei depositi protetti; il secondo prevede che nessun creditore debba sostenere perdite più ingenti di quelle che avrebbe sostenuto se l'ente fosse stato liquidato con procedura normale di insolvenza (“*no creditor worse off*” o NCWO).

Si procederà con l'analisi dell'istituto del *bail-in* in tutte le sue componenti, il suo recepimento a livello interno e le esperienze di alcuni istituti di credito italiani, per poi procedere ad esaminare l'impatto dello stesso sul sistema di protezione dell'investitore.

CAPITOLO I

LA DISCIPLINA EUROPEA DI RISOLUZIONE DELLE CRISI BANCARIE

SOMMARIO: 1. Il contesto normativo di riferimento: le ragioni di una scelta - 2. La procedura di risoluzione e il recepimento nell'ordinamento italiano - 2.1 I piani di risanamento - 2.2 I piani di risoluzione - 2.3 Le misure di intervento precoce - 3. La risoluzione degli enti creditizi - 3.1 I singoli strumenti di risoluzione - 3.1.1 L'alienazione dell'attività d'impresa - 3.1.2 (Segue) La *bridge bank* - 3.1.3 (Segue) La separazione delle attività o *bad bank* - 4. La garanzia pubblica: requisiti e controlli della Commissione in materia.

1. Il contesto normativo di riferimento: le ragioni di una scelta

I noti recenti eventi di crisi hanno evidenziato la necessità di predisporre, a livello normativo, idonei congegni diretti a prevenire i fallimenti delle banche, nonché a contenerne le conseguenze negative sul piano sistemico.

Di tali mutazioni, l'Unione Bancaria¹ costituisce il più evidente esempio: fondata sui tre pilastri del meccanismo unico di vigilanza (MVU), del meccanismo di risoluzione unico (SRM) e del sistema unico di garanzia dei depositanti.

Essa si radica sul codice europeo armonizzato della disciplina bancaria e finanziaria, il c.d. *single rulebook*, attualmente articolato su tre livelli di fonti: un primo livello, che include il regolamento n. 585/2013 (CRR), la Dir. 2013/36/EU (CRD IV) e la Dir. 2014/59/EU (BRRD); un secondo livello, rappresentato dai *technical standards* elaborati dall'*European Banking Authority* (EBA) e adottati dalla Commissione europea sotto forma di *implementing technical standards* (ITS) e *regulatory technical standards* (RTS); un terzo livello, costituito dalle linee guida EBA indirizzate alle autorità di supervisione nazionali e dalle Q&As elaborate dalla stessa, destinate a fornire

¹ Si rammenti il progetto ambizioso di una completa Unione bancaria europea, delineato nella *Road Map* del 2012, basato su tre pilastri: un meccanismo unico di supervisione (SSM), un meccanismo unico di gestione e risoluzione delle crisi (SRM) e uno schema comune di assicurazione dei depositi.

linee guida ai diversi *stakeholders* e ad assicurare una consistente implementazione della normativa europea all'interno dell'Unione.

Fino a tale momento, all'esigenza di stabilità, il sistema economico e politico degli anni trenta aveva dato risposta attraverso la nazionalizzazione di gran parte del sistema bancario e sino agli anni novanta, la proprietà pubblica delle banche, oggi sostituita da una generale privatizzazione del sistema bancario, ha contribuito a fornire certezze e presidiare la stabilità².

Occorre, peraltro, premettere che le crisi delle imprese bancarie, in Italia, non sono assoggettate alla disciplina delle crisi delle imprese "di diritto comune" (vale a dire, principalmente, alle procedure di fallimento e concordato preventivo), ma ad una disciplina delle crisi di diritto speciale³.

Ed invero, dottrina e giurisprudenza, in maniera ormai quasi unanime, considerano la banca una impresa dallo statuto speciale.

Muovendo da un'analisi storica, è possibile affermare che l'insolvenza della banca non differisce da quella di qualsiasi altra impresa⁴.

La storia delle crisi bancarie del nostro Paese dimostra, peraltro, che le banche molto raramente sono state eliminate dal mercato e molto difficilmente sono fallite, vale a dire che raramente esse sono state poste in una procedura liquidatoria che ne coinvolgesse tutte le attività e tutte le passività, come accade alle imprese di diritto comune.

Al contrario, analogamente a quanto avviene in altri ordinamenti, le banche italiane sono state destinatarie di una disciplina dell'insolvenza

² INZITARI, *Brrd, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. n. 180 del 2015)*, in *Cont. e impr.*, 2016, 3, pp. 689 e ss.

³ Sino a tale momento la disciplina delle crisi bancarie prevedeva diversi procedimenti, che in relazione alla intensità dell'intervento sulla gestione e sull'impresa erano identificabili – in sequenza progressiva – nei «provvedimenti straordinari»; nella «gestione provvisoria»; nella «amministrazione straordinaria»; e nella «liquidazione coatta amministrativa».

⁴ La regola medievale, così come il suo antecedente storico in uso tra gli antichi romani, era nel senso che il banchiere insolvente dovesse essere espulso dal mercato come qualsiasi altro imprenditore: nel momento in cui non fosse più riuscito ad adempiere le sue obbligazioni, la banca sarebbe stata rotta, impedendogli così di diritto e di fatto di proseguire l'attività (da lì il termine bancarotta).

definibile, da un canto, amministrativa⁵, in quanto il loro fallimento è stato sottratto alla giurisdizione dell'autorità giudiziaria (con l'eccezione dell'unico momento giurisdizionale della dichiarazione di insolvenza) e, d'altro canto, speciale, in quanto il finanziamento delle azioni amministrative compiute nell'ambito dell'amministrazione straordinaria e della liquidazione coatta amministrativa è stato, in molti casi e in ragione dell'assenza di un quadro normativo di riferimento volto a disciplinare la crisi degli istituti di credito “*too big to fail*”, fornito dalle casse pubbliche (c.d. *taxpayers*) con il proposito di tutelare depositanti e creditori, con conseguente compromissione dell'equilibrio del bilancio pubblico.

Le ragioni di una siffatta disciplina speciale devono essere rinvenute nella circostanza che le imprese di diritto comune sono assoggettate a procedure giudiziarie solo in presenza di crisi economiche (situazioni nelle quali esse versano in uno stato di “insolvenza” o di “pre-insolvenza”); mentre le banche – invece – sono assoggettate a procedure giudiziarie non solo nelle ipotesi di “crisi economiche”, ma anche nelle ipotesi di “crisi di legalità”, vale a dire quando sono state accertate violazioni di legge, dei Regolamenti (della Banca di Italia) e dello Statuto (e questo in conseguenza della particolare importanza che riveste l'attività bancaria nel contesto dell'economia).

In particolare, significativamente diversi sono i principi che regolano la crisi delle banche la cui disciplina non è tanto rivolta a regolare il rapporto con i creditori quanto piuttosto il corretto esercizio del rapporto fiduciario, che contraddistingue l'attività bancaria sia nell'attività di raccolta sia nell'attività di erogazione del credito.

Infatti, l'incapacità di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni e addirittura la conclamata insolvenza mentre per l'impresa di diritto comune possono costituire la prima parte di una fase volta alla ristrutturazione del debito e alla ricerca di una soluzione concordata con i creditori, per la banca costituiscono lo stadio finale della crisi stessa.

⁵ BONFATTI, *Crisi bancarie in Italia 2015-2017*, in *Riv.dir.banc.*, 2018

È nella irregolarità del comportamento della banca che si manifesta la crisi ed è già in questa fase che l'autorità di vigilanza deve intervenire per controllare e rimuovere ogni situazione anomala e di pericolo, che può avere i suoi effetti sulla stabilità dell'intero sistema.

Nel passato, in Italia, la soluzione alla crisi o al dissesto della banca è stata prevalentemente rinvenuta in processi di acquisizione e assorbimento dell'istituto in crisi da parte di altre banche (meglio noti come *bail out*⁶). Le politiche di aggregazione attraverso fusioni societarie, cessioni di attività e passività, acquisto di aziende o rami di aziende, nella cornice dell'azione di supervisione istituzionale della Banca d'Italia, hanno consentito di evitare il precipitare della crisi e hanno permesso di salvare la continuità dei rapporti attivi e passivi nelle mani di altri operatori bancari in grado (o messi in grado attraverso aiuti pubblici o del sistema di garanzia) di assorbire il dissesto con l'integrazione e la riorganizzazione.

La specialità della impresa bancaria, infatti, ha giustificato e giustifica la prevalenza della volontà pubblica dell'autorità di settore in ogni aspetto relativo al governo, alla gestione e anche alla regolazione della crisi bancaria⁷.

Pertanto, per oltre mezzo secolo, la regolazione delle crisi è stata inquadrata nel contesto interventistico che connota la supervisione bancaria, nella quale è ricompresa l'intera gamma dei controlli di vigilanza, estesi da quelli concernenti l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria (c.d. preventivi o all'entrata) alle verifiche (i.e. accertamenti informativi ed ispettivi) sulla regolarità dell'azione svolta dagli intermediari (c.d. funzionali), all'adozione di misure destinate, per l'appunto, a risolvere le situazioni di crisi (c.d. repressivi)⁸.

⁶ *Bail-out*, in generale, è il termine con il quale si indica un intervento finanziario esterno a favore di un *business* (può essere una società, una banca ma anche uno Stato) in grave difficoltà al fine di prevenire importanti conseguenze negative all'economia; l'intervento esterno può avere la forma di un finanziamento, la sottoscrizione di titoli di debito o di capitale.

⁷ INZITARI, *La disciplina della crisi nel testo unico bancario* (Atti del convegno "Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri, tenutosi a Roma il 16 settembre 2013, pp.121 e ss.

⁸La dottrina, fin dai primi studi in materia bancaria, si è preoccupata di evidenziare la distinzione tra le diverse categorie di interventi demandati alla potestà delle autorità di vertice dell'ordinamento finanziario, inquadrando gli

Nella realtà nazionale le situazioni di maggior tensione sono state costantemente gestite con il ricorso ad una robusta azione di *moral suasion*, sostenuta dall'impiego del credito di ultima istanza e dal 'decreto Sindona' (relativo ai due grossi dissesti delle banche di Michele Sindona: specificatamente, della Banca Privata Italiana: 1974 e di Roberto Calvi: Banco Ambrosiano: 1982)⁹.

Tale decreto autorizzava l'istituto di emissione a concedere alle tre Banche citate un finanziamento straordinario biennale ad un tasso di interesse dell'1%, di ben 13 punti percentuali inferiore a quello allora vigente sul mercato: con l'esito che le Banche «salvatrici», investendo i fondi, costati l'1%, a un saggio del 14% coprirono le perdite.

Le reazioni a questo tipo di salvataggio sono state di segno opposto: da un lato, si sosteneva la difesa dei depositi (compresi i grandi depositi e quelli interbancari), escludendo solo quelli dei depositanti in mala fede; dall'altro, dopo avere messo in risalto che il c.d. decreto Sindona finiva con l'addossare i salvataggi a costo della collettività, dato che gli utili della Banca d'Italia – dedotti gli accantonamenti – erano destinati all'attuale MEF, si sosteneva che vengono rimborsati per intero tutti i creditori, grandi e piccoli, comprese le (altre) banche¹⁰.

Se ne deduce che il tratto strutturale delle metodiche di gestione delle crisi bancarie si è caratterizzato per l'opacità, riscontrabile sia nelle diversificate vicende realizzatesi all'indomani dell'avvio dell'Unione Bancaria

stessi sulla base di un criterio che fa riferimento alla funzione cui assolvono; al riguardo, *ex multis*, si ricordano i lavori di VIGNOCCHI, *Il servizio del credito nell'ordinamento pubblicistico italiano*, Milano, 1968; VITALE, *Il modello organizzativo dell'ordinamento del credito*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1972, p. 1413 ss.; RUTA, *Il sistema della legislazione bancaria*, Roma, 1975.

Più di recente, la ricostruzione storica di tale significativa fase del processo interpretativo della realtà normativa bancaria si rinviene in CAPRIGLIONE, *Evoluzione della disciplina di settore*, in Aa.Vv., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2015.

⁹ Va rammentato che in occasione della crisi della Banca Privata Italiana, il cui attivo e passivo fu acquistato da un consorzio costituito dalle tre Banche di interesse nazionale (allora di proprietà dell'IRI): Banca Commerciale Italiana, Banco di Roma e Credito Italiano – l'indennizzo delle stesse, che avevano coperto tutto il passivo, con il conseguente rimborso al 100% dei depositi, è stato realizzato con un decreto (il c.d. decreto Sindona) del Ministro del tesoro del tempo (24 settembre 1974), rimasto, poi, in vigore fino ai primi anni dello scorso decennio e applicato, successivamente, alla Banca Fabbrocini, al Banco Ambrosiano e al Banco di Napoli.

¹⁰ Per una più accurata ricostruzione v. PORTALE, *Dalla «Pietra del vituperio» al «Bail-in»*, in *Riv.dir.comm. dir.gen.obb.*, 2017, pp. 21 e ss.

Europea, sia nei forti spazi discrezionali nel ricorso a differenziati strumenti di intervento, anche precoce¹¹.

Tali interventi oggi sono erosi dall'evoluzione comunitaria della disciplina degli aiuti di Stato e degli assetti di regolazione, che ha da ultimo affievolito la pregnanza dei poteri di *moral suasion*, non ancora riconosciuti/riconoscibili in capo alla BCE, non più pregnanti in capo alle singole autorità nazionali.

Infatti, si ritiene non più sostenibile e fonte di dannose distorsioni, far ricadere l'onere dei salvataggi bancari sui contribuenti attraverso l'utilizzazione delle risorse pubbliche: poiché, nel caso in cui destinati al risanamento della banca fondi pubblici, *citizens have paid twice, with costs of a taxpayer bailout follone by the pain of recession and spending cuts*¹².

Inoltre, tali misure non risultano compatibili con le regole della concorrenza stabilite nella disciplina dell'Unione europea (art. 101 Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea TFUE): infatti, l'intervento pubblico o *bail out* inevitabilmente falsa le regole della concorrenza e finisce addirittura per premiare quegli operatori bancari che non hanno fatto buon uso delle risorse che provenivano dalla raccolta ovvero che hanno avuto un comportamento qualificabile quale *moral hazard*.

L'intervento pubblico, in altri termini, comporta una distorsione nel mercato e finisce per dare un sostegno e premiare quelle banche la cui *governance* ha agito in violazione dei principi della sana e prudente gestione sino a provocarne il dissesto, consentendone una artificiosa permanenza sul mercato in condizioni di ingiustificato vantaggio, con pregiudizio per le posizioni degli altri competitori che affrontano rischi e oneri senza aiuti esterni.

Ne deriva che la crisi, il dissesto e l'insolvenza devono trovare necessariamente una soluzione diversa che consenta il raggiungimento di

¹¹ ANTONUCCI, *Fra opacità e regole tossiche: il ruolo degli scenari probabilistici. Scritto per il Convegno << Salvataggio bancario e tutela del risparmio*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2016, n. 2, p.

¹² INZITARI, *Brrd, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. n. 180 del 2015)*, cit., p. 4.

concorrenti obiettivi: la conservazione in continuità dell'azienda bancaria o almeno di parte di essa, l'assenza al ricorso a fondi pubblici. Di qui la necessità di addossare l'onere delle perdite sugli investitori (azionisti, creditori e depositanti) per consentire la tutela dei contribuenti.

La Commissione Europea, a tal uopo, con la comunicazione 30 luglio 2013, relativa alla applicazione delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria, ha sancito tale impostazione (che ha, poi, costituito il principio di fondo della direttiva BRRD) affermando il principio secondo cui, per limitare le distorsioni della concorrenza tra le banche e ovviare al cosiddetto rischio morale, gli aiuti di stato dovrebbero essere limitati al minimo necessario e il beneficiario dovrebbe sopportare una adeguata partecipazione ai costi di ristrutturazione. La banca e i detentori del suo capitale dovrebbero, pertanto, contribuire il più possibile alla ristrutturazione mediante proprie risorse¹³.

La Commissione ha, quindi, stabilito il principio della condivisione degli oneri (*burden sharing*) da parte degli azionisti e dei creditori subordinati secondo modalità che consistono nell'assorbimento delle perdite con il capitale ordinario, il capitale ibrido e il debito subordinato.

Al fine di rispondere a tali esigenze, il 18 dicembre 2015 il Parlamento europeo e il Consiglio dell'Unione europea (Ecofin) hanno raggiunto l'accordo definitivo sul testo della direttiva sulle procedure di composizione delle crisi in ambito bancario (*Banking Recovery and Resolution Directive*, di seguito "BRRD").

¹³ V. Commissione Europea «Comunicazione sul settore bancario» (2013/C 216/01), che ai punti 15-20 dispone i principi sulla «condivisione degli oneri» secondo i quali «il sostegno statale dovrebbe essere concesso a condizioni che rappresentano un'adeguata condivisione degli oneri da parte di coloro che hanno investito nella banca» (punto 15): «prima di concedere ad una banca qualsiasi tipo di aiuto alla ristrutturazione - che si tratti di misure di ricapitalizzazione o di sostegno a fronte di attività deteriorate - dovrebbero essere esaurite tutte le misure che generano capitale, tra cui la conversione del debito di rango inferiore, a condizione che siano rispettati i diritti fondamentali e non sia messa a rischio la stabilità finanziaria. Poiché qualsiasi aiuto alla ristrutturazione è necessario per impedire l'eventuale fallimento disordinato di una banca, per ridurre gli aiuti al minimo necessario le misure di ripartizione degli oneri devono essere rispettate a prescindere dalla solvibilità iniziale della banca. Prima di concedere aiuti per la ristrutturazione a favore di una banca, gli Stati membri dovranno pertanto garantire che gli azionisti e i detentori di capitale subordinato di detta banca provvedano a fornire il necessario contributo oppure costituire il quadro giuridico necessario per ottenere tali contributi» (punto 19).

La direttiva 2014/59/UE, recependo in parte soluzioni già sperimentate in alcuni ordinamenti anglosassoni a partire dalla crisi del 2008, in particolare con il *Banking Act* inglese e con il *Dodd-Frank Act* statunitense e recepite nei “*Key Attributes for effective resolution regimes for financial Institutions (KA)*”¹⁴, elaborati dal *Financial Stability Board*, ha inteso dotare, da un lato, gli Stati Membri di una legislazione sostanziale armonizzata per affrontare tempestivamente ed efficacemente le situazioni di “crisi” delle banche e delle sim, che si articola in un complesso percorso decisionale che prevede competenze ripartite fra autorità nazionali ed europee¹⁵ e, dall’altro, evitare soluzioni troppo diversificate nei vari ordinamenti nazionali, che alterino la concorrenza all’interno dell’Unione, in un quadro di rafforzamento della cornice istituzionale della zona Euro.

In questa prospettiva la disciplina sostanziale sul risanamento e la risoluzione degli istituti di credito e delle imprese di investimento contenuta nella direttiva è stata completata dall’istituzione del Meccanismo Unico di Risoluzione (SRM) da parte del Regolamento UE n. 806/2014 (dedicato solo agli Stati Membri dell’Area euro, a differenza della direttiva, vincolante per tutti gli Stati Membri), che costituisce l’omologo del Meccanismo di Vigilanza Unico (MVU), caratterizzato dal trasferimento alla BCE della competenza per la vigilanza delle banche più significative dell’area euro.

¹⁴ Approvati dal G-20 nel mese di ottobre 2011 e aggiornati nel 2014.

¹⁵ In questi termini, STANGHELLINI, *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, in *An.giur.econ.*, 2016, pp. 567 e ss.

2. La procedura di risoluzione e il recepimento nell'ordinamento italiano

La BRRD è suddivisa in dieci titoli e composta da 132 articoli. Essa contiene: misure preparatorie che disciplinano le precauzioni che devono essere adottate dalle banche e dalle autorità di risoluzione nella fase fisiologica dell'attività dell'ente (*i.e.* i piani di risanamento e di risoluzione, cfr. artt. 4-26); misure di intervento precoce attivabili dall'autorità prima del dissesto ma già in presenza di un deterioramento della situazione finanziaria (artt. 27-30); misure di risoluzione (artt. 31-86), il cui cuore è costituito dagli strumenti di risoluzione (artt. 37-59, dei quali la più parte è dedicata al *bail-in*).

In particolare, la BRRD articola la gestione della crisi bancaria in tre fasi (comportanti l'applicazione di misure di crescente incisività), con una graduazione dei poteri di intervento dell'Autorità di vigilanza e di risoluzione (AR) a seconda della gravità della crisi stessa. Si tratta di tecniche ispirate, in un primo momento, ad assicurare la continuità delle funzioni essenziali dell'ente interessato (art. 31, comma 1, lett. a) e in alternativa, a predisporre l'attivazione delle misure applicabili in caso di insolvenza, allo scopo di prevenire il contagio sul piano sistemico:

- a) pianificazione: comporta misure di prevenzione della "crisi", rappresentate dai nuovi istituti del "Piano di Risanamento" (art. 69-*ter* T.U.B.); e del "Piano di Risoluzione"(art. 7 d.lgs. n. 180/2015);
- b) prevenzione e interventi precoci (*early intervention*): comprendono la adottabilità, come nel passato, di "provvedimenti straordinari" (art. 78 T.U.B.) e di "sospensione dei pagamenti" (art. 76 T.U.B.), ai quali si aggiungono i nuovi istituti rappresentati dai "poteri di intervento" sugli esponenti aziendali (art. 53-*bis* T.U.B.) e dal c.d. "*removal*" (art. 69-*octiesdecies* T.U.B.);
- c) *resolution* vera e propria, la quale – a sua volta – si articola negli strumenti della cessione di beni e rapporti giuridici a un terzo ovvero a un ente-ponte o ancora a una società veicolo, nonché nello strumento del *bail in*.

Trattasi, invero, di dispositivi perfettamente integrabili con altri strumenti e misure previsti dalle legislazioni nazionali, in ossequio alla *ratio* di assicurare l'efficacia e l'uniformità delle norme in materia di risoluzione delle crisi bancarie e la parità di condizioni nel finanziamento della *resolution* nei diversi Stati Membri¹⁶.

Sebbene vi sia chi attribuisca alla procedura di *resolution* un rigoroso parallelismo con le procedure concorsuali di crisi, occorre puntualizzare che essa non costituisce una procedura concorsuale in senso stretto, tanto che il portato normativo introdotto dalla BRRD sostituisce l'ordinario sistema "per procedure" con un meccanismo "per strumenti". Sembra, pertanto, più corretto parlare di una procedura "paraconcorsuale", interamente affidata all'autorità amministrativa, la quale identifica i presupposti per la sua applicazione, individua la sua procedura di crisi, procede alla redazione di una valutazione delle attività e passività, dispone la riduzione o la conversione dei diritti di partecipazione e degli strumenti di capitale, nonché degli altri crediti soggetti al *bail in*.

Tuttavia, ritenere che la BRRD, nel contrapporre la "*resolution*" alle procedure ordinarie, presupporrebbe che queste mirino necessariamente alla liquidazione e che, dunque, essa sottragga l'intermediario o parte del suo patrimonio al destino di essere liquidato, sarebbe erroneo. Del resto, come già dimostrato dall'ordinamento italiano, possono essere previste procedure, anche speciali per gli intermediari, che non mirano necessariamente alla liquidazione disaggregata e che, al contrario, sono già allo stato dotate di alcuni degli strumenti di *resolution*, primo fra tutti la vendita dell'azienda in blocco con attivi selezionati di cui all'art. 90 TUB, che certamente risponde ad una delle forme della "vendita dell'attività di impresa" previste dalla BRRD.

Ed infatti, seppure tra gli ultimi paesi dell'Unione e a tempo oramai quasi scaduto¹⁷, in Italia i dd.lgs. 16 novembre, nn. 180 e 181, nel recepire la BRRD

¹⁶ RISPOLI FARINA, *La disciplina europea di soluzione delle crisi bancarie. L'attuazione nell'ordinamento italiano. Profili problematici*, in *Regole e Mercato*, Torino, 2017, pp. 3 e ss.

¹⁷ Il nuovo sistema dovrebbe essere, infatti, operativo in tutta Europa dal 1° gennaio 2016 e il ritardo era costato all'Italia l'apertura, da parte della Commissione Europea, di una procedura di infrazione (2015/0066).

hanno modificato il testo unico bancario (TUB), il testo unico della finanza ed anche alcuni articoli della legge fallimentare, con la conseguenza che continuerà a poter essere applicata la liquidazione coatta amministrativa prevista dal TUB, quale procedura speciale per le banche e gli altri intermediari finanziari, sostitutiva del fallimento applicabile alle imprese di diritto comune.

Pertanto, come espressamente chiarisce la relazione illustrativa ai decreti legislativi nn. 180 e 181 (di recepimento – nell’ordinamento domestico – della summenzionata direttiva)¹⁸, le nuove procedure di risoluzione delle crisi, si mostrano più efficaci rispetto agli ordinari procedimenti concorsuali «*in termini di costi non solo per le finanze ma anche per azionisti e creditori*»¹⁹.

La procedura per decidere sulla risoluzione di una banca indica che il passaggio dalla fase di precrisi a quello della risoluzione è individuato nella decisione della AR di dichiarare la *non viability* della banca e, quindi, di attivare il processo di risoluzione.

Occorre precisare, peraltro, che la “risolvibilità” è pur sempre un giudizio prognostico, fornito discrezionalmente dalla medesima autorità, la quale analizza, in una prospettiva di lungo periodo, i profili patrimoniali della banca, per valutare se essa, anche in presenza di situazioni di instabilità finanziaria generalizzata o di eventi sistemici, possa essere assoggettata a liquidazione ovvero a risoluzione.

Le tecniche di intervento in discorso possono essere adottate dall'AR soltanto qualora siano soddisfatte talune condizioni indicate nell'art. 32 della direttiva. Si fa riferimento alla sussistenza di uno stato (o di un rischio) di dissesto dell'ente interessato²⁰(vedi *infra*); situazione che non può essere affrontata, in tempi ragionevoli, senza ricorrere ai meccanismi previsti.

¹⁸ Un’appendice di disposizioni interne è recata dal d.l. 22 novembre 2015, n. 183, con cui il Governo ha dettato disposizioni specifiche per i primi casi di risoluzione bancaria post recepimento della BRRD. Il d.l. è stato abrogato senza essere convertito in legge, ma le disposizioni ivi contenute sono state trasfuse nella legge di stabilità per il 2016 (L. 28 dicembre 2015, n. 208, v. art. 1, commi 842 e ss.).

¹⁹ Consultabile sul sito internet della Camera dei deputati.

²⁰ Le condizioni per poter qualificare l'ente in condizioni di dissesto sono peraltro contenute al comma 4° dell'art. 32 della direttiva BRRD.

Completa il quadro dei presupposti richiesti dalla disciplina, la riferibilità ad un interesse pubblico che giustifichi l'adozione della specifica azione di risoluzione prescelta.

2.1 I piani di risanamento

Si legge nella BRRD che è “*essenziale che gli enti redigano e aggiornino periodicamente piani di risanamento che indichino le misure che saranno tenuti a prendere per ripristinare la loro situazione finanziaria a seguito di un deterioramento significativo*” (considerando 21).

L'art. 5 della BRRD obbliga, infatti, ogni ente a predisporre e tenere aggiornato un piano di risanamento²¹ (*recovery plan*), che preveda l'adozione di misure volte al ripristino della propria situazione finanziaria a fronte di un significativo deterioramento della stessa.

Il risanamento di cui parla la direttiva può essere descritto come l'insieme delle misure, da determinarsi *ex ante*, che la banca deve attuare nell'ipotesi in cui entri in uno stato di crisi (*i.e.* il deterioramento significativo), che, tuttavia, sia ancora reversibile, nel senso che deve trattarsi di una situazione che prelude all'insolvenza, ma che si trova in una fase antecedente al dissesto o al rischio di dissesto.

Sul punto viene in rilievo la nozione di “capacità di risanamento”²², contenuta nell'art.1, par. 103, BRRD, definita come la capacità di un ente di risanare la propria posizione finanziaria a seguito di un deterioramento significativo.

Il piano deve, quindi, prevedere un programma per fronteggiare l'ipotesi di deterioramento significativo. Secondo la BRRD, il concetto di deterioramento si riferisce alla situazione finanziaria della banca (talvolta, alla

²¹ La disciplina dei piani di risanamento è, per il tramite del d.lgs. n. 180/2015 sopra citato, confluita nel TUB agli artt. 69 *ter* e ss.

²² Tale termine pare essere estraneo al diritto italiano della crisi, ove invece ricorre il termine, affine quanto a significato, di fattibilità (giuridica o economica) di un piano di risanamento o ristrutturazione di un'impresa di diritto comune.

situazione economico-finanziaria); mentre per il TUB novellato il deterioramento riguarda la situazione di liquidità della banca (artt. 69 *octiesdecies* e 79, comma 2, TUB).

In ogni caso, l'ipotesi di deterioramento (significativo o meno) deve essere presa in considerazione dall'organo amministrativo della banca già nel corso della sua attività fisiologica divenendo, quindi, la redazione del piano di risanamento un obbligo giuridico a carico degli amministratori nel corso della gestione ordinaria della società bancaria.

I piani di risanamento devono, inoltre, essere aggiornati ogniqualvolta si verificano cambiamenti nella struttura giuridica o organizzativa dell'ente, tali da influire in misura sostanziale sul piano di risanamento o renderne necessaria una modifica. In ogni caso, tali piani devono essere aggiornati con cadenza almeno annuale o secondo tempistiche indicate dall'autorità di supervisione.

Si tratta, invero, di un compito estremamente delicato: la predisposizione di un piano ad opera del *management* diviene un obbligo per l'amministratore e, di conseguenza, un elemento su cui fondare eventuali azioni di responsabilità in caso di risoluzione o l.c.a. L'eventuale azione proposta dai commissari di una qualsiasi tra le procedure in vigore non potrà che muovere dal piano di risanamento come *benchmark* per la valutazione della funzione gestoria in condizioni di crisi.

I *recovery plan* devono, peraltro, obbligatoriamente contemplare le condizioni e le procedure atte a garantire la tempestività delle azioni di risanamento, offrendo un'ampia gamma di opzioni. Inoltre, essi devono prefigurare il realizzarsi di una serie di scenari di grave stress macroeconomico e finanziario attinenti alla specifica situazione dell'ente, descrivendo le misure da adottare per fronteggiare tali scenari.

Da tali misure è escluso l'accesso a (e l'ottenimento di) forme straordinarie di sostegno finanziario pubblico; l'unica eccezione è rappresentata dagli interventi di liquidità rimessi alla competenza delle

banche centrali nel quadro delle rispettive competenze di politica monetaria (*emergency liquidity assistance* - ELA).

In dettaglio, i *recovery plan* devono fornire le informazioni richieste sia dalla BRRD (sezione A dell'allegato alla direttiva) sia dai *technical standards* dell'EBA (*European Banking Authority*)²³:

- i) informazioni relative alla *governance*, con particolare riguardo alle condizioni e procedure per assicurare una tempestiva applicazione del *recovery plan*;
- ii) una descrizione delle principali linee di business e funzioni;
- iii) l'indicazione delle varie opzioni per rispondere a specifici scenari di stress;
- iv) un piano di comunicazione al pubblico relativo all'implementazione di tali opzioni;
- v) un'analisi delle misure preparatorie da porre in essere per l'attuazione e l'efficacia del piano di risanamento.

I piani di risanamento devono, altresì, prevedere un complesso di indicatori che identifichino le circostanze in cui possono essere adottate le azioni ritenute opportune per il superamento della crisi. Tali indicatori sono concordati con l'autorità di vigilanza in sede di valutazione dell'intero *recovery plan*, e possono essere di natura qualitativa o quantitativa: gli indicatori quantitativi riguardano, in particolar modo, profili relativi alla liquidità e alla capitalizzazione dell'ente; gli indicatori qualitativi, invece, possono attenersi, a titolo esemplificativo, alle difficoltà di collocamento del debito o a contenziosi giudiziari di particolare rilievo.

Nel contesto del gruppo bancario, inoltre, l'art. 7 della BRRD impone all'impresa madre controllante di preparare e presentare all'autorità di vigilanza competente un *recovery plan* di gruppo delineato su base consolidata, che individui le misure che potrebbe essere necessario attuare a

²³ EBA, *Regulatory Technical Standards on the content of recovery plans*, 18 luglio 2014.

livello della controllante e di ogni singola controllata per il superamento della crisi.

Nel caso di gruppi che operino in più Stati membri, la BRRD permette il ricorso ad un sostegno finanziario infragruppo al fine di assicurare la stabilità finanziaria del gruppo senza compromettere la liquidità e la solvibilità dell'ente che eroga il sostegno finanziario. Tale sostegno è volontario e soggetto a determinati principi, e gli Stati membri non possono prevederlo come requisito imprescindibile per permettere agli enti di operare nelle loro rispettive giurisdizioni.

L'accordo deve essere autorizzato dalle autorità competenti degli Stati membri interessati e approvato dagli azionisti di ogni ente appartenente al gruppo.

La BRRD prevede una serie di condizioni affinché il sostegno finanziario possa essere concesso, tra cui:

- i) la sussistenza di ragionevoli prospettive per cui il sostegno finanziario sia risolutivo e fornito nell'interesse della stabilità del gruppo, e che lo stesso possa essere restituito o compensato dall'ente che lo riceve;
- ii) l'assenza di un pericolo per la stabilità dell'ente che lo fornisce o di una minaccia alla stabilità finanziaria. Tali condizioni devono sussistere congiuntamente.

Inoltre, la decisione di fornire il supporto deve essere notificata alle autorità di vigilanza, che possono opporvisi.

L'art. 6 della BRRD disciplina la valutazione dei piani di risanamento e la procedura che le autorità di supervisione devono seguire a fronte del riscontro di carenze o potenziali impedimenti alla risoluzione. In caso di mancata ottemperanza da parte dell'ente alle osservazioni dell'autorità di vigilanza, quest'ultima avrà il potere di ingiungere all'ente di adottare specifiche misure, tra cui la riduzione del profilo di rischio, la modifica della struttura di *governance* e la ricapitalizzazione.

Secondo il legislatore italiano, che ha trasposto questa parte della BRRD nel TUB, oggi, al fine di prevenire le crisi bancarie, è necessario, ai sensi dell'art. 69 *quater* TUB, che le banche si dotino, *ex ante*²⁴, di un piano di risanamento individuale «che preveda l'adozione di misure volte al riequilibrio della situazione patrimoniale e finanziaria in caso di suo significativo deterioramento» (comma 1), che «non presuppone né contempla l'accesso a un sostegno finanziario pubblico straordinario» (comma 4), è approvato dall'organo amministrativo e sottoposto alla Banca d'Italia per le valutazioni di cui all'art. 69 *sexies* TUB ed è riesaminato e, se necessario, aggiornato almeno annualmente.

Il piano di risanamento è approvato dall'organo amministrativo, che lo sottopone alla Banca d'Italia. Il Piano è riesaminato e, se necessario, aggiornato almeno annualmente o con la maggiore frequenza richiesta dalla Banca d'Italia. Si procede, comunque, al riesame e all'eventuale aggiornamento del piano in caso di significativo mutamento della struttura giuridica o organizzativa della banca o della sua situazione patrimoniale o finanziaria”.

Il “piano di risanamento” è sottoposto alla valutazione della Banca d'Italia: questa; infatti (art. 69-*sexies* T.U.B.), “entro sei mesi dalla presentazione del piano di risanamento verifica la completezza e adeguatezza del piano in conformità dei criteri indicati nelle pertinenti disposizioni dell'Unione europea. Il Piano di Risanamento è trasmesso all'Autorità di Risoluzione per la formulazione di eventuali raccomandazioni sui profili rilevanti per la risoluzione della banca. Se all'esito della verifica emergono carenze o impedimenti al conseguimento delle finalità del piano, la Banca d'Italia può, fissando i relativi termini:

- a) richiedere alla banca di presentare un piano modificato;
- b) indicare modifiche specifiche da apportare al piano;

²⁴ In ciò si differenzia dal piano di risanamento previsto dall'art. 67, comma 3, lett.d), l.fall., in quanto quest'ultimo è redatto *ex post*, dopo che la crisi si è manifestata. Ne deriva la non sovrapposibilità di tale concetto ad alcune delle categorie di diritto interno.

c) ordinare modifiche da apportare all'attività, alla struttura organizzativa o alla forma societaria della banca o ordinare altre misure necessarie per conseguire le finalità del piano.

A far data dal 2016 – 2017, pertanto, ogni banca italiana (come ogni altra banca UE) ha iniziato a predisporre il proprio “piano di risanamento”, il quale simula possibili situazioni di “crisi” e individua, per ciascuna situazione ipotizzata, quelle che sarebbero le iniziative che la banca intenderebbe adottare (e sarebbe in grado di adottare) per superare la “crisi”.

2.2 I piani di risoluzione

Diversamente dai piani di risanamento, redatti da ciascun ente su base individuale o da ciascuna impresa madre su base consolidata, i piani di risoluzione (*resolution plan*) sono predisposti dall'autorità di risoluzione competente, previa consultazione con l'autorità di vigilanza. Tali piani mirano ad agevolare l'utilizzo degli strumenti e dei poteri di risoluzione ed evitare che il dissesto dell'ente possa provocare una crisi sistemica e/o compromettere la continuità delle funzioni essenziali dell'ente stesso.

Come i *recovery plan*, anche i *resolution plan* devono essere aggiornati almeno una volta l'anno e a seguito di cambiamenti significativi nella struttura giuridica o organizzativa dell'ente, nella sua attività o nella sua situazione finanziaria.

I piani di risoluzione devono fornire le informazioni richieste dalla BRRD e dai *technical standards* dell'EBA, tra cui:

- i) una stima dei tempi necessari per l'esecuzione di ciascun aspetto sostanziale del piano;
- ii) l'indicazione del requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili;
- iii) una descrizione delle operazioni e dei sistemi essenziali per assicurare la continuità del funzionamento dei processi operativi dell'ente;

- iv) una descrizione della strategia di *resolution* contemplata nel piano, comprese le misure relative ai procedimenti decisionali e alla condivisione delle informazioni necessarie per l'esecuzione del piano;
- v) le misure dirette a garantire la continuità delle funzioni *core* dell'ente durante la fase di risoluzione;
- vi) i meccanismi di finanziamento per la *resolution* e una valutazione circa la risolvibilità dell'ente interessato²⁵.

Similarmente a quanto accade con la predisposizione dei piani di risanamento di gruppo, le autorità di risoluzione a livello di gruppo, insieme alle autorità di risoluzione delle controllate, devono preparare un *resolution plan* di gruppo che preveda sia la risoluzione a livello della controllante sia lo scorporo e la risoluzione delle controllate (art. 12 BRRD).

Nel caso di gruppi che operino in più Stati membri, la BRRD permette il ricorso ad un sostegno finanziario infragruppo al fine di assicurare la stabilità finanziaria del gruppo senza compromettere la liquidità e la solvibilità dell'ente che eroga il sostegno finanziario. Tale sostegno è volontario e soggetto a determinati principi, e gli Stati membri non possono prevederlo come requisito imprescindibile per permettere agli enti di operare nelle loro rispettive giurisdizioni.

L'accordo deve essere autorizzato dalle autorità competenti degli Stati membri interessati e approvato dagli azionisti di ogni ente appartenente al gruppo.

La BRRD prevede una serie di condizioni affinché il sostegno finanziario possa essere concesso, tra cui:

- i) la sussistenza di ragionevoli prospettive per cui il sostegno finanziario sia risolutivo e fornito nell'interesse della stabilità del gruppo, e che lo stesso possa essere restituito o compensato dall'ente che lo riceve;

²⁵EBA, *Final Draft Regulatory Technical Standards on the content of resolution plan and the assessment of resolvability*, 19 dicembre 2014.

- ii) l'assenza di un pericolo per la stabilità dell'ente che lo fornisce o di una minaccia alla stabilità finanziaria.

Tali condizioni devono sussistere congiuntamente. Inoltre, la decisione di fornire il supporto deve essere notificata alle autorità di vigilanza, che possono opporvisi²⁶.

A livello interno, non si esclude però che l'Autorità, chiamata a redigere preventivamente il piano di risoluzione e in emergenza a emanare il provvedimento di avvio della risoluzione (art. 32 d.lgs. n. 180/2015) e attuare il programma di risoluzione [art. 32, lett. b)], in mancanza di un quantitativo di liquidità sufficiente per tenere in vita la banca [art. 32, lett. b), n. 2)], possa fare ricorso al fondo di risoluzione [art. 32, lett. b), n. 3)], cioè a una mutualizzazione delle perdite nell'ambito di fondi che provengono dal sistema bancario.

I criteri di condotta dell'Autorità risultano dall'art. 21, d. lgs. n. 180/2015 e i suoi poteri dall'art. 60 del medesimo decreto. Di quest'ultimo articolo è sistematicamente importante il comma 2, che dispone che «Salvo quando diversamente previsto dal presente decreto, nell'esercizio dei poteri di risoluzione, la Banca d'Italia non è tenuta a:

- a) ottenere il consenso da parte di qualsiasi soggetto pubblico o privato, inclusi azionisti o creditori dell'ente sottoposto a risoluzione;
- b) fornire comunicazioni, prima dell'esercizio di un potere di risoluzione di cui al presente Capo, inclusa la pubblicazione obbligatoria di eventuali avvisi o prospetti, né a depositare o registrare documenti presso altre autorità».

Secondo l'art. 7, d. lgs. n. 180/2015 “ La Banca d'Italia predispone il Piano di Risoluzione per ciascuna Banca Il Piano è preparato in base alle

²⁶Questa previsione potrebbe avere degli effetti positivi anche all'interno della normativa italiana e, in particolar modo, in relazione agli interessi tutelati dalle disposizioni del codice civile sulla direzione e il coordinamento di società (artt. 2497 ss., c.c.). In questi termini STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in AA.VV., *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri. Atti del Convegno tenutosi a Roma il 16 settembre 2013, Banca d'Italia. Quaderni di Ricerca Giuridica*, n. 75, 2013, 160.

informazioni fornite [dalla banca] e prevede le modalità per l'applicazione alla banca delle misure e dei poteri da attivare in caso di risoluzione secondo quanto stabilito dalla Banca d'Italia, anche con provvedimenti di carattere generale. Nell'elaborare il piano, sono identificati eventuali ostacoli rilevanti per la Risoluzione e stabilite modalità d'intervento atte ad affrontarli. Il piano è riesaminato, e se necessario aggiornato, almeno annualmente, nonché in caso di significativo mutamento della struttura societaria o organizzativa, della attività o della situazione patrimoniale o finanziaria della banca”.

2.3 Le misure di intervento precoce

Le misure di intervento precoce (*early intervention measures* - artt. da 27 a 30 BRRD) sono dirette a consentire l'intervento delle autorità nei casi in cui un ente stia attraversando una situazione di stress che non sia, tuttavia, tale da soddisfare le condizioni per la risoluzione.

L'adozione di misure preventive segna il passaggio da una prospettiva di gestione e regolamentazione delle crisi incentrata su strumenti che operano *ex post* a una prospettiva basata su meccanismi da strutturare e attivare *ex ante*: si assiste, pertanto, alla elaborazione di strumenti e obblighi di "seconda generazione", in cui la costruzione di una struttura preventiva di rimedi subentra all'utilizzo successivo di meccanismi gestori o liquidatori straordinari (questi ultimi definiti come strumenti di c.d. "prima generazione").

Nell'ipotesi in cui un ente violi o - a causa di una situazione finanziaria in rapido deterioramento, del peggioramento della situazione di liquidità, del rapido aumento dei livelli di leva finanziaria, dei crediti in sofferenza o della concentrazione di esposizioni - rischi di violare i requisiti prudenziali applicabili secondo la pertinente normativa europea, le autorità di vigilanza possono richiedere all'ente di attuare le misure indicate nei piani di risanamento, cambiare la strategia di business, modificare la struttura legale e operativa o redigere un piano per la ristrutturazione del debito.

L'EBA ha specificato gli indicatori che le autorità competenti devono prendere in considerazione al fine di adottare le misure di intervento precoce²⁷.

A fronte di un deterioramento significativo della posizione finanziaria dell'ente o di gravi violazioni di legge e qualora le altre misure sopra elencate non siano idonee a risolvere la crisi, le autorità competenti possono altresì rimuovere in tutto o in parte l'organo di amministrazione e l'alta dirigenza (*senior management*).

La nomina dei nuovi esponenti deve avvenire in conformità alla legge applicabile nello Stato membro interessato e deve essere sottoposta all'approvazione dell'autorità di supervisione competente (art. 28 BRRD).

Qualora anche la misura della sostituzione dell'alta dirigenza e dell'organo di amministrazione non risulti sufficiente in relazione alle circostanze del caso concreto, l'autorità di risoluzione può nominare uno o più amministratori temporanei in sostituzione o in affiancamento all'organo di amministrazione (art. 29 BRRD). All'atto della nomina, l'autorità determina i poteri, il ruolo e le funzioni dell'amministratore temporaneo; a quest'ultimo è possibile attribuire il potere di accertare la situazione finanziaria dell'ente, gestirne le attività allo scopo di risanarne la condizione economica e adottare le misure idonee per ripristinare una gestione sana e prudente.

L'incarico di amministratore temporaneo ha una durata annuale, ma l'autorità competente, se sussistono le condizioni, può decidere di prorogare tale termine in via eccezionale.

È il caso di ricordare che tali misure di intervento precoce non costituiscono un elenco chiuso e tassativo, essendo la BRRD una direttiva di armonizzazione minima.

²⁷EBA *Guidelines on triggers for the use of early intervention measures*, 8 maggio 2015. Occorre considerare che le linee guida dell'EBA si applicano esclusivamente alle misure elencate dall'art. 27(1) della BRRD e non comportano una loro automatica attivazione. Le autorità competenti, infatti, possono applicare le misure di intervento precoce a prescindere dalle indicazioni fornite dall'EBA, pur rispettando il principio di proporzionalità in relazione alla fattispecie concreta.

Nel nostro ordinamento, la Banca d'Italia può adottare dei “provvedimenti straordinari” nei confronti delle banche italiane nelle ipotesi di:

- i) «violazione di disposizioni legislative, amministrative o statutarie che ne regolano l'attività»;
- ii) «irregolarità di gestione»; nonché, nel caso di succursali di banche extracomunitarie;
- iii) «insufficienza di fondi».

I “provvedimenti straordinari” adottabili sono rappresentati dal «divieto di intraprendere nuove operazioni» e dalla chiusura della succursale (art. 78 T.U.B.).

La disposizione della chiusura della succursale non dovrebbe produrre di per sé effetti sui rapporti bancari conclusi dai clienti per il tramite della succursale soppressa: il rapporto è comunque intrattenuto con la banca ed esso continua a produrre i suoi effetti, salva solo l'esigenza organizzativa di individuare la diversa succursale presso la quale prevedere la prosecuzione dell'operatività.

Il problema (solo organizzativo) potrà presentarsi in termini più o meno complessi, in relazione alla tipologia di rapporto bancario in essere – in taluni casi gli effetti della chiusura della succursale saranno praticamente inesistenti, come per es. nelle operazioni di copertura contro rischi di cambio o contro rischi di tasso, nelle quali più evidente è l'allocazione del rapporto presso i servizi centrali della banca –: e comunque non si pone in termini diversi rispetto all'ipotesi della chiusura della succursale per semplice decisione gestionale della banca, che abbia ritenuto non più conveniente mantenere una succursale in una determinata piazza – evento che in linea di principio nessun effetto è destinato a produrre sui contratti bancari accessi presso la succursale soppressa, che continueranno regolarmente a produrre effetti tra il cliente e la banca in quanto tale.

3. La risoluzione degli enti creditizi

Gli artt. da 31 a 92 BRRD regolano la risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento.

Tali norme individuano gli obiettivi da perseguire, nonché i poteri e gli strumenti da adoperare a fronte di una situazione di dissesto non rimediabile attraverso l'uso delle misure di intervento precoce o le procedure di liquidazione ordinaria.

È necessario precisare preliminarmente cosa significhi “sottoporre una banca a risoluzione”. Né la BRRD né i decreti di attuazione ne offrono una definizione, limitandosi a individuarne gli obiettivi. Sul punto, l'art. 21, d.lgs. n. 180/2015 stabilisce che la Banca d'Italia esercita i propri poteri quale autorità di risoluzione “avendo riguardo alla continuità delle funzioni essenziali ..., alla stabilità finanziaria, al contenimento degli oneri a carico delle finanze pubbliche, alla tutela dei depositanti e degli investitori protetti da sistemi di garanzia o di indennizzo, nonché dei fondi e delle altre attività della clientela ...” e che “nel perseguire gli obiettivi ... si tiene conto dell'esigenza di minimizzare i costi della risoluzione e di evitare, per quanto possibile, distruzione di valore”.

Dalle altre disposizioni del d.lgs. n. 180/2015 e, in particolare, dagli artt.12 e ss., pare potersi ricavare che la risoluzione in luogo della liquidazione concorsuale può essere iniziata quando la banca risulti, sulla base di una valutazione *ex ante*, recuperabile sotto il profilo dell'equilibrio di bilancio e quando la gestione della crisi sia più vantaggiosa, per il mercato e per i creditori, rispetto a una procedura concorsuale.

Pertanto, alla luce di quanto detto, è possibile affermare che “sottoporre una banca a risoluzione” significa avviare un processo di ristrutturazione gestito da autorità indipendenti – le autorità di risoluzione – che, attraverso l'utilizzo di tecniche e poteri offerti ora dalla BRRD, mira ad evitare interruzioni nella prestazione dei servizi essenziali offerti dalla banca (depositi e servizi di pagamento), a ripristinare condizioni di sostenibilità economica

della parte sana della banca e a liquidare le parti restanti. L'alternativa alla risoluzione è la liquidazione.

L'art. 31 fissa i cinque obiettivi che le autorità di risoluzione devono perseguire nella scelta e nell'impiego dei poteri e degli strumenti di risoluzione. In particolare, le autorità di risoluzione devono agire al fine di assicurare la continuità delle funzioni essenziali degli enti e di prevenire il contagio ed effetti negativi sistemici, in un'ottica di salvaguardia dei fondi pubblici nonché dei fondi e delle attività di clienti, depositanti e investitori.

L'art. 32, a sua volta, stabilisce le condizioni necessarie affinché possa procedersi con un'azione di risoluzione.

In particolare, occorre che l'ente sia giudicato in dissesto o a rischio di dissesto (vedi *infra*), che non si possa ragionevolmente ritenere che l'adozione di misure alternative possa consentire di evitare il dissesto dell'ente in tempi ragionevoli e che l'azione di risoluzione sia necessaria nell'interesse pubblico.

Tali tre condizioni devono sussistere congiuntamente e sono ulteriormente specificate al fine di restringere la discrezionalità delle autorità di risoluzione interessate.

Quale che sia lo strumento di risoluzione impiegato e il potere esercitato, l'azione di risoluzione deve in concreto rispettare alcuni principi generali individuati dall'art. 34 della direttiva. Tale norma prevede che:

- i) gli azionisti dell'ente sottoposto a risoluzione devono sopportare per primi le perdite;
- ii) i creditori dell'ente in risoluzione devono sopportare le perdite successivamente agli azionisti, secondo l'ordine di priorità individuato dalle procedure ordinarie di insolvenza o dalla direttiva stessa;
- iii) gli organi di amministrazione e l'alta dirigenza devono essere rimossi, salve particolari circostanze, e devono fornire tutta l'assistenza necessaria al perseguimento degli obiettivi della risoluzione;
- iv) i creditori di una stessa classe devono essere trattati in maniera eguale;

- v) nessun creditore può sostenere perdite più ingenti di quelle che avrebbe sostenuto ove l'ente fosse stato liquidato secondo una procedura ordinaria di insolvenza;
- vi) le autorità di risoluzione devono rispettare le salvaguardie fissate dalla direttiva stessa.

Può, dunque, affermarsi che le norme da ultimo richiamate individuano i limiti generali di legalità entro i quali può dispiegarsi l'azione di risoluzione delle autorità al concretizzarsi di uno scenario di crisi.

3.1 I singoli strumenti di risoluzione

Il termine "risoluzione" non individua una procedura, ma una serie di "strumenti" a disposizione delle autorità preposte alla gestione delle crisi per assicurare la continuità delle funzioni essenziali degli enti e ridurre al minimo le perdite e le conseguenze sistematiche di un dissesto.

Le autorità di risoluzione potranno:

- vendere una parte dell'attività a un acquirente privato (vendita delle attività di impresa della banca);
- trasferire temporaneamente le attività e passività a un'entità (*bridge bank* o ente ponte) costituita e gestita dalle autorità per proseguire le funzioni più importanti, in vista di una successiva vendita sul mercato;
- trasferire le attività deteriorate a un veicolo (*bad bank*) che ne gestisca la liquidazione in tempi ragionevoli (separazione delle attività);
- applicare il *bail – in*, vale a dire svalutare azioni e crediti e convertirli in azioni per assorbire le perdite e ricapitalizzare la banca in difficoltà o una nuova entità che ne continui le funzioni essenziali.

Le autorità di risoluzione possono applicare gli strumenti di risoluzione individualmente o in combinazione tra loro: in particolare, l'applicazione

combinata è obbligatoria in caso di utilizzo dello strumento della separazione delle attività.

Per individuare le azioni di risoluzione più appropriate, anche in combinazione tra di loro, la valutazione delle attività e passività della banca in *resolution* deve essere equa, prudente e realistica e demandata a una persona indipendente da qualsiasi autorità pubblica, compresa l'autorità di risoluzione (art. 36, par.1, BRRD).

Pare, peraltro, opportuno distinguere gli strumenti di risoluzione miranti a lasciare in vita la banca insolvente come entità giuridica autonoma (*going concern*) da quelli che ne comportano il venir meno e la sua ristrutturazione in modo da minimizzare gli effetti negativi sui vari *stakeholders* (*gone concern*).

Preso atto che la risoluzione, a differenza della liquidazione, sottintende il salvataggio dell'intermediario, nel primo gruppo convergono gli strumenti della vendita dell'attività d'impresa, dell'ente ponte e della separazione delle attività. Al secondo, invece, appartiene il *resolution tool* proposto dalla BRRD, vale a dire il *debt write down tool* o *bail in*²⁸.

A tale quadro, inoltre, deve essere aggiunta la previsione dell'intervento pubblico, quale misura residuale una volta esperito il *bail in*, in presenza di un concreto interesse generale alla stabilità finanziaria e purché l'operazione risulti compatibile con le regole sugli aiuti di stato.

3.1.1 L'alienazione dell'attività d'impresa

Con lo strumento della alienazione delle attività di impresa (*sale of business*) è attribuito alle autorità di risoluzione il potere di cedere a un acquirente privato le azioni e gli altri titoli di proprietà emessi da un ente soggetto a risoluzione, nonché, in tutto o in parte, le attività, i diritti o le passività dell'ente stesso (art. 38 BRRD).

²⁸ GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. quale lezione da Vienna?*, in *Corriere Giur.*, 2015, pp. 1485 e ss.

Avendo riguardo all'oggetto, la vendita può consistere nella cessione di:

- a) azioni o altri titoli di proprietà della banca da ristrutturare;
- b) attività, diritti e passività o parti di essi;
- c) una combinazione di parte o della titolarità delle attività, dei diritti e delle passività.

Tale cessione deve avvenire a valori di mercato, da parametrarsi alle circostanze del caso concreto, e può essere applicata più volte, al fine di realizzare cessioni supplementari.

Sotto il profilo soggettivo, il cessionario deve essere diverso da un ente-ponte (art. 38, par.1, BRRD). Inoltre, ai fini della legittimazione all'acquisto di quanto oggetto di alienazione, fondamentale importanza è ricoperta dal par. 7 del art.38 cit., ove si stabilisce che *“l'acquirente è in possesso dell'autorizzazione appropriata all'esercizio delle attività di impresa che acquisisce al momento della cessione”*, con la deroga secondo cui *“le autorità competenti provvedono a che una domanda di autorizzazione possa essere presa in considerazione, congiuntamente alla cessione, in maniera tempestiva”*.

La BRRD contempla anche la possibilità che l'AR intervenga direttamente per sollecitare determinati acquirenti potenziali (art. 39, par.2, BRRD), con l'unico motivo ostativo a tale sollecitazione, che è quello secondo cui la procedura non favorisce o discrimina in modo indebito potenziali acquirenti.

È, inoltre, previsto il rispetto di taluni stringenti obblighi procedurali, imposti dallo stesso art. 39, par. 2, BRRD, che mirano a improntare l'applicazione dello strumento alla massima trasparenza e al miglior realizzo di valore, in ragione della natura di atto forzoso che caratterizza tale strumento.

A tale fine, si dispone che la cessione sia articolata attraverso procedure competitive, in modo da non determinare conflitti di interesse e discriminazioni tra potenziali acquirenti, effettuata in modo rapido e

trasparente e “*a condizioni commerciali*”, allo scopo di massimizzare il valore degli attivi trasferiti e ridurre il costo della risoluzione²⁹.

Poiché siffatte transazioni avvengono in situazioni tali da dover essere portate a termine in tempi particolarmente ristretti, tali obblighi procedurali possono essere sottoposti a deroga solo laddove l'ottemperanza agli stessi possa compromettere il perseguimento di uno o più obiettivi della risoluzione, e, in particolare, amplificare i rischi di una minaccia sistemica del dissesto o ridurre l'efficacia dello strumento (cfr. art. 39 BRRD).

L'unica prescrizione realmente stringente è, invece, quella relativa alla qualità degli strumenti oggetto del trasferimento: le attività devono essere *viable* e le passività non devono porre rischi alla stabilità sistemica. Viene statuito, pertanto, il principio secondo cui gli *stakeholders* dell'ente creditizio interessati dalla cessione non devono subire un trattamento peggiore rispetto a quello che avrebbero ricevuto nel caso di *bail-in*.

Si deve, infine, garantire il rispetto delle norme dell'Unione sugli aiuti di Stato (art. 38, par.2, BRRD), in ossequio all'esigenza di contenere le distorsioni competitive determinate dagli interventi di assistenza finanziaria ad imprese in crisi³⁰.

Questioni specifiche insorgono, in particolare, nelle ipotesi frequenti di trasferimento di proprietà parziale, vale a dire quando non tutte le attività, le passività e i diritti sono stati ceduti all'acquirente e, pertanto, parte dei creditori rimane con la banca cedente. In questi casi devono essere previste adeguate garanzie a favore dei creditori e delle controparti colpite dal mancato trasferimento per evitare che l'AR possa modificare i termini dei contratti in essere. Ne deriva che le attività non trasferite dovrebbero essere liquidate

²⁹ BOCCUZZI, *L'Unione bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Roma, 2015, p. 11.

³⁰ ROSSANO, *Gli aiuti di Stato alle banche e le ritrattazioni della Commissione: tra distorsioni della concorrenza e (in)stabilità finanziaria (nota a sentenza del Tribunale UE del 12 novembre 2015, Causa T. 499/12)*, in *Riv.trim.dir.econ.*, 2016, pagg. 11 e ss.

normalmente entro un lasso di tempo appropriato, generando problemi di parità di trattamento tra creditori trasferiti e creditori non trasferiti³¹.

3.1.2 (Segue) La *bridge bank*

Altro strumento di *gone concern* è quello della c.d. *bridge – bank* o ente – ponte (art. 40 BRRD). Tale dispositivo è attivabile quando non si rende possibile effettuare una cessione dell'attività d'impresa e ricorrano seri rischi per la stabilità sistemica.

Lo strumento dell'ente-ponte prevede l'esercizio dei medesimi poteri previsti per l'applicazione dello strumento della vendita delle attività di impresa in favore di una persona giuridica interamente o parzialmente di proprietà di una o più autorità pubbliche e specificamente costituita al fine di ricevere o detenere, in tutto o in parte, le azioni, i titoli di proprietà, i diritti e le passività di uno o più enti soggetti a risoluzione.

Il funzionamento dell'ente-ponte è regolato dall'art. 41 BRRD, che delinea un insieme di requisiti e regole che ne determinano l'evidente natura pubblicistica. Esso, infatti, creato appositamente dall'AR e sottoposto al controllo della stessa, deve essere totalmente o parzialmente posseduto da soggetti pubblici. La norma da ultimo richiamata prevede, infatti, l'attribuzione all'autorità di risoluzione di poteri molto penetranti rispetto a tale ente, tra cui il potere di approvare il contenuto dei relativi atti costitutivi, la nomina dell'organo di amministrazione e l'approvazione della remunerazione dei componenti di quest'ultimo, nonché della strategia e del profilo di rischio.

Tuttavia, la *bridge-bank* può avere natura giuridica diversa da quella pubblica qualora venga usato lo strumento del *bail-in* per convertire in capitale o ridurre l'importo dei crediti o dei titoli di debito ceduti ad un ente-ponte proprio al fine di fornirgli il capitale necessario. Tale soluzione, infatti,

³¹ CARRIÈRE, *Crisi bancaria e bail-in: prime noterelle sui decreti di recepimento della Direttiva BRRD*, in *Riv.dir.banc.*, 2016, pag. 4.

non interferisce con la capacità dell'AR di controllare l'ente-ponte nella misura necessaria a compiere la risoluzione della crisi e conseguire gli obiettivi.

Occorre, inoltre, osservare che l'ente-ponte, proprio in ragione della sua funzione, si configura come un “*veicolo temporaneo*”, dovendo essere liquidato o ceduto entro due anni dalla data in cui sia stata effettuata l'ultima cessione di un ente soggetto a risoluzione e salvo proroghe annuali la cui disposizione è soggetta a specifiche condizioni (art. 41, par. da 3 a 6, BRRD).

Si tratta, infatti, di un veicolo costituito dalle autorità per acquisire le attività e passività in vista di una cessione a terzi sul mercato, a condizioni commerciali e trasparenti.

La vecchia banca in crisi irreversibile, in cui sono residue le attività deteriorate o le funzioni non essenziali, sarà poi liquidata con procedura ordinaria di insolvenza, in base alla legislazione nazionale del paese di origine.

L'evidenza empirica degli ultimi anni rivela, infine, un più frequente ricorso al trasferimento delle attività *in bonis* ad una banca ponte ovvero di quelle deteriorate ad un veicolo di gestione, nonché al salvataggio pubblico (es. Francia, Spagna, Olanda, Regno Unito), rispetto ad altri strumenti di *resolution*.

3.1.3 (Segue) La separazione delle attività o *bad bank*

Lo strumento della separazione delle attività consiste nel potere, attribuito alle autorità di risoluzione, di cedere a uno o più veicoli di gestione le attività, i diritti o le passività di un ente soggetto a risoluzione o di un ente-ponte. Esso è attuabile nel caso in cui la liquidazione ordinaria di attività deteriorate o di difficile valutazione possa avere effetti negativi sul mercato.

In particolare, tale congegno conferisce all'AR il potere di disgiungere gli attivi buoni dagli attivi deteriorati o difficili da valutare esistenti nel bilancio di una banca in crisi e di trasferire questi ultimi a una società veicolo (*bad bank*) allo scopo di facilitare l'utilizzo o di assicurare l'efficacia di un altro strumento

di risoluzione della crisi della banca medesima (art. 40 BRRD). Infatti, come precedentemente rilevato, tale strumento deve essere obbligatoriamente utilizzato in combinazione con gli altri strumenti di risoluzione, non potendo evidentemente risultare fine a se stessa la creazione di una società provvista di poste contabili di cattiva qualità.

Le società di gestione presentano caratteristiche e modalità di funzionamento del tutto simili a quelle dell'ente-ponte e i meccanismi di trasferimento e ritrasferimento sono del tutto coincidenti con quelli previsti da quest'ultimo strumento.

È evidente come siffatto strumento consenta un miglioramento della composizione del bilancio della banca in crisi, collocando le attività problematiche altrove. Il fine perseguito, pertanto, è quello di massimizzare il valore delle attività attraverso la vendita finale ovvero assicurare la liquidazione ordinata dall'attività di impresa (art. 42, par.3, BRRD).

Scopo dello strumento, infatti, è quello di riuscire a liquidare le attività a un prezzo migliore rispetto a quanto potrebbe essere fatto nel caso in cui venga promossa una procedura ordinaria di insolvenza, se gli *assets* fossero rimasti in capo alla banca in crisi, e di non creare ripercussioni negative nel mercato per effetto della vendita delle suddette attività.

L'esperienza empirica dimostra come sia possibile costituire *bad bank* "individuali" per gestire i prestiti deteriorati di una singola banca o di un numero limitato di banche (come nei recenti casi italiani di Banca Marche, Banca Etruria, Carife e Carichieti: vedi *infra*).

Va, peraltro, ricordato che l'Italia ha visto il primo caso di *bad bank* con la crisi del Banco di Napoli, alla fine degli anni novanta: il Banco venne, infatti, acquistato dalla BNL e dall'INA, ma dopo circa due anni di gestione venne ceduto al San Paolo – IMI.

Infine, posto che il legislatore europeo ha previsto l'utilizzo dello strumento della *bad bank* più un altro dei dispositivi previsti dal *resolution*

tools, ne consegue che il paradigma individuato dalla BRRD può ravvisarsi nel binomio *bad bank – bridge bank*, i quali costituiscono soluzioni in grado, rispettivamente, di preservare il valore degli *assets* finché non si individua il soggetto interveniente e di garantire un efficace recupero di attività deteriorate o di difficile valutazione, mentre la disposizione secondo cui la parte residuale dell'ente dovrà essere liquidata assicura che l'utilizzo di tali soluzioni non pregiudichi la ricerca dell'esistenza di eventuali soggetti responsabili del dissesto.

Siffatto schema presuppone la valutazione degli attivi ai fini del trasferimento della parte buona al netto delle posizioni problematiche lasciate nella *bad bank*.

Ancora, alla separazione delle attività si potrebbe ricorrere congiuntamente all'applicazione del *bail-in*, venendosi in tal guisa a configurare uno scenario di continuità della banca in crisi, attraverso lo scorporo delle attività deteriorate e il risanamento interno.

4. La garanzia pubblica: requisiti e controlli della Commissione in materia

Il margine di discrezionalità lasciato agli Stati Membri nel concedere aiuti alle banche è estremamente ridotto.

L'art. 32, comma 4, lett. d), BRRD consente agli Stati Membri di rilasciare garanzie sulle passività di un ente bancario in crisi, allorché la risoluzione di tale ente rischierebbe di avere ricadute sistemiche tali da incidere significativamente nell'economia di quello Stato.

Tale norma è stata fedelmente trasposta dall'art. 18 D.Lgs. 16 novembre 2015, n. 180.

Come palesato dalla rubrica di quest'ultima disposizione di diritto interno ("*Sostegno finanziario pubblico straordinario*"), che ne delinea gli stringenti requisiti soggettivi e oggettivi cui è subordinato il relativo rilascio, la

garanzia pubblica sulle obbligazioni delle banche deve essere concepita come misura cui fare ricorso soltanto in casi eccezionali.

Siffatti requisiti dimostrano, peraltro, come le misure in questione non siano selettivamente rivolte a destinatari predeterminati.

Il decreto prevede, infatti, che qualunque banca, purché avente sede in Italia, o un ente-ponte o una banca posta in risoluzione³² possa richiedere di essere garantita dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, a patto che l'emissione "di norma" non ecceda i fondi propri della banca richiedente (*i.e.* il suo patrimonio di vigilanza) e che la banca in questione abbia superato gli *stress test* condotti dalle autorità nazionali (ovvero direttamente dalla BCE, nel caso delle banche significative) senza evidenziare carenze di capitale.

Tuttavia, tali requisiti oggettivi non paiono essere tassativi. L'art. 4, comma 2, del decreto ha introdotto, infatti, una significativa deroga e prevede che se anche la banca richiedente non dovesse soddisfare cumulativamente i criteri anzidetti, comunque lo Stato potrà garantire le sue obbligazioni, se la emittente versi in una situazione di "urgente bisogno di sostegno della liquidità" e purché il suo patrimonio netto sia comunque positivo.

Quest'ultima previsione pare essere giustificata dalla circostanza secondo cui un'eventuale carenza di liquidità, se non rapidamente fronteggiata, imporrebbe alle autorità di vigilanza di revocare *illico et immediate* la licenza allo svolgimento dell'attività di intermediario bancario.

Il D.Lgs. ha ammonito le banche a non "abusare del sostegno ricevuto" nelle loro "comunicazioni commerciali rivolte al pubblico", poiché esso mira a istituzionalizzare uno schema di aiuti, avente la propria base giuridica proprio nell'art. 32 BRRD, potenzialmente aperto a tutte le banche, siano esse o no significative³³.

L'art. 1, comma 3, D.Lgs., infine, impone che la garanzia pubblica potrà essere concessa solo previa positiva decisione della Commissione "sul regime

³² In questo caso pare essere chiaro il riferimento alle quattro casse di risparmio toscano-emiliane e marchigiane.

³³ Per tali intendendosi quelle il cui valore totale delle attività supera i 30 miliardi di euro.

di concessione della garanzia" ovvero, nel caso previsto dall'art. 4, commi 2 e 3, vale a dire nel caso di garanzia pubblica concessa a banche in urgente bisogno di liquidità, a seguito della notificazione dell'aiuto individuale.

Entro due mesi dalla concessione della garanzia, infatti, dovrà essere sottoposto alla Commissione un "piano di ristrutturazione per confermare la redditività e la capacità di raccolta della banca a lungo termine senza ricorso al sostegno pubblico". Il piano dovrà, dunque, essere specificamente vagliato e assentito dalla Commissione.

Peraltro, a norma dell'art. 7, comma 5, ultimo periodo, gli intermediari sono esentati dall'obbligo di presentare un piano di ristrutturazione "quando le passività garantite sono rimborsate entro due mesi dalla concessione della garanzia".

Pare potersi escludere che la legge intenda riferirsi in questo caso alla scadenza nominale di obbligazioni di nuova emissione, dal momento che in base all'art. 2, comma 1, lett. a), le obbligazioni garantite dallo Stato non possono avere una durata residua inferiore a tre mesi. Si intravede, dunque, in tal caso la possibilità che lo Stato si renda garante di obbligazioni già emesse in precedenza e di cui sia imminente l'obbligo di rimborso. In quest'ultima ipotesi, la concessione della garanzia pubblica non deve avere alcuna finalità di incentivare la sottoscrizione o la negoziabilità dei titoli, quanto piuttosto quella di mettere la banca in condizione di adempiere le proprie obbligazioni alla scadenza, con le somme che proprio il suo neo-garante pubblico le metterà a disposizione.

Per preservare l'integrità patrimoniale della banca che beneficia della garanzia pubblica sono, infine, previste due ulteriori cautele, che paiono essere *self-explanatory*. Per tutta la durata della garanzia, la quale di regola coinciderà con la durata dello strumento finanziario sottostante, salvo l'eccezione sopra enucleata, la banca beneficiaria non può distribuire dividendi o riacquistare i propri strumenti di capitale primario di classe 1, né acquisire nuove partecipazioni, prevenendo in tal modo ogni incongrua

strumentalizzazione della garanzia pubblica, quale leva per finanziare politiche espansive.

Quanto, infine, alla concreta operatività della garanzia di Stato, è previsto che la banca emittente, se prevede di non essere in grado di rimborsare le obbligazioni alla scadenza, debba avvertire lo Stato garante con un preavviso minimo di trenta giorni, fermo il diritto dei creditori di escutere la garanzia a prima richiesta su capitale e interessi. È, peraltro, dubbio che i creditori non rimborsati alla scadenza possano davvero aggredire esecutivamente il patrimonio del MEF.

L'art. 7, comma 3 *bis*, dispone, infatti, che le somme corrisposte dal Tesoro agli istituti di credito per onorare la garanzia prevista dal presente decreto sono vincolate per destinazione e non aggredibili da altri creditori della banca a diverso titolo.

Se ne deve dedurre che il creditore, una volta che il MEF abbia "corrisposto" alla banca debitrice l'importo da questa dovuto³⁴, può aggredire esclusivamente il patrimonio di quest'ultima a condizione che la destinazione dell'importo dell'obbligazione a favore della banca abbia efficacia liberatoria per il garante ed assurga a fatto opponibile nei rapporti esterni con il creditore.

³⁴ Ciò sarebbe opportuno avvenisse prima della scadenza della obbligazione, in modo da evitare all'emittente lo stigma di un *default* e turbamenti al mercato.

CAPITOLO II

IL BAIL IN

SOMMARIO: 1. Le origini del *bail in* e il suo significato: *bail in* autoritativo e *bail in* contrattuale - 2. Presupposti applicativi - 2.1 Dissesto o rischio di dissesto - 2.2 Il dissesto nella direttiva BRRD e nelle linee guida EBA - 2.3 Il dissesto nel d.lgs. n. 180/2015 - 3. L'ambito oggettivo di applicazione: passività svalutabili e convertibili *vs.* passività escluse - 3.1 (Segue) Le disponibilità costituite da denaro - 3.2 (Segue) Altre passività escluse: un richiamo alle clausole generali e le obbligazioni quantitativamente *bail inable* - 3.3 Le valutazioni dell'autorità di risoluzione - 4. Il conflitto tra continuità aziendale e soddisfacimento dei creditori: il principio del NCWO (*no creditor worse-off*) - 5. Profili di diritto internazionale privato - 6. Il *bail-in* nel sistema delle procedure concorsuali. Il ruolo della *par condicio creditorum* anche alla luce del NCWO principle.

1. Le origini del *bail in* e il suo significato: *bail in* autoritativo e *bail in* contrattuale

Si è detto che la BRRD prevede l'applicazione, anche in combinazione tra loro, dei prima analizzati strumenti della vendita dell'attività di impresa o delle azioni dell'ente, della costituzione di un ente-ponte e della separazione delle attività non in sofferenza da quelle deteriorate, rimane da analizzare lo strumento che costituisce il nucleo e la principale novità della BRRD, vale a dire il cd. *bail-in*³⁵.

Tale termine, così come il suo opposto *bail out*, designa un'operazione che può dirsi corrispondente al termine italiano salvataggio: un salvataggio che, in entrambi i casi, consente di ricapitalizzare la banca.

Esso appartiene alle soluzioni di secondo tipo (*gone concern*), poiché fa venir meno l'entità giuridica dell'intermediario, ristrutturandola con il preciso obiettivo di minimizzare le ricadute negative sugli *stakeholders*.

Tale strumento risulta di maggior tutela per i soggetti interessati, considerato il rischio insito nel mantenimento in vita della società. Tuttavia, l'applicazione di strumenti di *gone concern* non è affatto incompatibile con la

³⁵ Cfr, per tutti, CAPRIGLIONE - TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi. La difficile conquista di una dimensione europea*, Torino, 2014, pp. 104 e ss.

permanenza in vita della banca, in quanto può essere assolutamente parziale e riguardare soltanto le parti *non viable* (non più risanabili) del compendio aziendale.

Il regolamento n. 806/2014/UE prevede, all'art. 3, comma 1, n. 33), che per «*strumento del bail-in*» si intende «*il meccanismo per l'esercizio dei poteri di svalutazione e di conversione in relazione alle passività di un ente soggetto a risoluzione*».

Dal canto suo, la direttiva definisce il *bail-in* come un meccanismo «di svalutazione e di conversione» (cfr. artt. 43 e 59 e ss., in particolare 59, par. 2, e art. 63, par. 1, lett. da e a i).

L'applicazione di tale strumento in chiave prospettica e di conservazione dell'ente in attività è confermata dalla disposizione che richiede all'organo di risoluzione un piano di riorganizzazione aziendale contenente le misure per ristabilire la sostenibilità dell'ente sul lungo termine³⁶.

Nel quadro della BRRD, il *bail-in* dei creditori dell'ente in risoluzione consente la realizzazione di una pluralità di obiettivi. In primo luogo, esso permette di ricapitalizzare un ente per il quale ricorrano le condizioni per la risoluzione, in misura tale da consentirgli di rispettare le condizioni minime per il mantenimento dell'autorizzazione all'esercizio delle attività di natura bancaria o finanziaria svolte, nell'ottica di un ripristino della fiducia del mercato verso l'ente stesso e di un pieno risanamento della sua solidità finanziaria.

In secondo luogo, il *bail-in* può essere utilizzato in parallelo all'applicazione degli altri strumenti di risoluzione previsti dalla BRRD, con l'obiettivo di migliorarne l'efficacia. E invero, tale strumento, pur non fornendo liquidità all'ente in risoluzione, ne ripristina la consistenza patrimoniale in

³⁶ GARDELLA, *Il bail in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *Banca borsa*, 2015, p. 587.

tempi rapidi, creando i presupposti per una riorganizzazione delle attività dell'ente stesso³⁷.

Pertanto, se con il termine *bail-out* si identifica l'ipotesi del salvataggio bancario finanziato con risorse esterne alla banca stessa e pubbliche, con il termine *bail in* ci si riferisce all'ipotesi opposta, in cui il salvataggio è realizzato con risorse provenienti dalla banca e, in particolare, da azionisti e creditori.

È, quindi, nella provenienza delle risorse che deve cogliersi la portata innovativa del *bail in*.

In parallelo ai primi lavori del *Financial Stability Board*, nel 2010, il *Basel Committee on Banking Supervision* (BCBS) pubblicò un documento di consultazione³⁸ nel quale si introduceva il concetto di *contingent capital instruments* (CoCos).

Il concetto identifica strumenti finanziari ibridi che possono essere convertiti automaticamente in strumenti di capitale per assorbire le perdite nel momento in cui il capitale scende al di sotto di un livello contrattualmente prestabilito tra l'emittente e il creditore/investitore.

Ne seguì un dibattito tra studiosi e giuristi. I primi commentatori vagliavano articolazioni diverse dello strumento oggi chiamato *bail in*.

Vi era chi proponeva una versione “autoritativa”, vale a dire un *bail in* quale potere pubblicistico esercitabile da un'autorità di vigilanza che, al ricorrere di alcune condizioni, potesse svalutare le azioni di una banca e convertirne forzosamente il debito in capitale.

Altre voci proponevano un *bail in* “contrattuale”, sul modello dei CoCos, come meccanismo – alternativo e/o concorrente con il potere pubblicistico – che imponesse di prevedere, nel caso di emissione di strumenti di debito, specifiche previsioni contrattuali che, all'occorrenza, consentissero la

³⁷ PAGLIERINI – SCIASCIA, *Prevenzione e gestione armonizzata delle crisi bancarie nell'unione europea. Uno sguardo d'insieme*, in *Società*, 2015, p. 986.

³⁸ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Proposal to ensure loss absorbency of regulatory capital at the point of non-viability*, 2010, che seguiva un precedente documento di consultazione pubblicato nel dicembre 2009.

conversione di detti strumenti in capitale regolamentare della banca, in modo da ripristinarne l'equilibrio di bilancio e così facilitare l'accesso a nuove fonti di finanziamento.

Inizialmente le raccomandazioni del BCBS erano circoscritte all'analisi del capitale di vigilanza delle banche. Nel richiamato documento si auspicava l'introduzione di un meccanismo per mezzo del quale, al ricorrere di certe condizioni, chi avesse apportato capitale non *equity* ma di tipo *Tier 1* o *Additional Tier 1* in favore di una banca dovesse perdere il diritto di ripetere il proprio apporto, comunque effettuato, ottenendo in cambio una partecipazione di tipo *equity*³⁹.

L'attenzione del BCBS era focalizzata, quindi, sui *CoCos* e, benché il Comitato avesse introdotto l'idea secondo cui azionisti e creditori devono essere tenuti a contribuire al salvataggio della banca, non formulava osservazioni specifiche in tema di risoluzione.

Con l'entrata in vigore della BRRD è possibile tracciare una distinzione tra *bail in* e *CoCos*. Infatti, benché i due istituti abbiano una funzione simile, il primo identifica un duplice intervento sul patrimonio della banca, che passa per la svalutazione delle azioni e dei debiti e, poi, per la conversione di questi ultimi in capitale per mano di un'autorità pubblica, il secondo descrive strumenti finanziari che, al ricorrere di un evento determinato, si convertono in strumenti di capitale proprio della banca.

Sotto il profilo giuridico, evidente è la differenza tra i due istituti, giacché nel caso del *bail in* la decisione di svalutare e convertire è presa da un'autorità terza; mentre per i *CoCos* essa è stata preventivamente stabilita tra le parti per contratto, seppur sottoposto all'avveramento di una condizione sospensiva.

³⁹ BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Proposal to ensure loss absorbency of regulatory capital at the point of non-viability*, 2010, p.1.

2. Presupposti applicativi

In via di prima approssimazione, si può definire il *bail-in* come il potere dell'Autorità (europea o nazionale) di imporre la decurtazione del valore nominale delle azioni e del debito dell'impresa bancaria in crisi (c.d. *debt write-down*: decurtazione del valore nominale di alcuni dei debiti dell'impresa) sino a copertura integrale dello sbilancio patrimoniale, ovvero la conversione di quest'ultimo in capitale (c.d. *debt conversion*: conversione di parte del debito in azioni ordinarie) nella misura necessaria a dotare la banca sottoposta a risoluzione di un patrimonio adeguato a proseguire la sua attività.

L'istituto ha una struttura piuttosto semplice: sulla base di una valutazione preliminare delle passività di una banca (cfr. artt. 12 e 13, d.lgs. n. 180/2015), l'equilibrio di bilancio viene ripristinato utilizzando risorse reperite presso coloro che nella banca già hanno investito, anche se sotto forma di prestito e non (solo) sotto forma di capitale di rischio⁴⁰.

Sul punto, la giurisprudenza del TAR Lazio ha descritto il *bail in* come quello strumento tramite il quale le perdite della banca sono poste a carico dei suoi azionisti e dei suoi creditori e non a carico di terzi.

In quest'accezione estesa a tutte le passività (ammissibili), il *bail-in*, costituisce una procedura di ricapitalizzazione interna che scatta quando l'ente creditizio raggiunge il c.d. *point of non-viability* (PONV), ossia quando sono soddisfatti i due presupposti per l'applicazione delle misure di risoluzione:

- a) l'autorità di vigilanza competente (o quella di risoluzione, se il supervisore non provvede) deve aver stabilito che l'ente è in "dissesto o a rischio di dissesto"⁴¹;

⁴⁰ STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale della Banca d'Italia*, 2014, p. 171.

⁴¹ Di norma spetta all'autorità di vigilanza, sentita l'autorità di risoluzione, l'accertamento del dissesto (vale a dire il provvedimento che certifica lo stato di *failing or likely to fail*). Ciò non toglie che, ove l'autorità di vigilanza – la BCE per le banche significative e i supervisori nazionali per le meno significative – rimanga inerte, l'accertamento del dissesto può essere dichiarato dalle autorità di risoluzione.

- b) non si deve poter ritenere che misure alternative di natura privata (quali aumenti di capitale, misure di intervento precoce o di svalutazione) o di vigilanza consentano in tempi ragionevoli di evitare il dissesto dell'intermediario;
- c) la sottoposizione della banca alla liquidazione ordinaria non permetterebbe di salvaguardare la stabilità sistemica, di proteggere depositanti e clienti, di assicurare la continuità dei servizi finanziari essenziali: l'azione di risoluzione, cioè, deve essere necessaria nell'interesse pubblico (art. 17, comma 1, d. lgs. n. 180/2015).

2.1 Dissesto o rischio di dissesto

Il dissesto o il rischio di dissesto della banca costituiscono il primo presupposto.

Nel pronunciarsi sui ricorsi proposti da alcuni azionisti delle quattro banche (v. *infra*), il TAR del Lazio ha definito la risoluzione attraverso il dissesto: “risoluzione: in caso di dissesto vero e proprio, devono essere disponibili strumenti che, qualora la liquidazione della banca possa avere un impatto sistemico (cioè avere ripercussioni sull'economia reale), consentano di garantire la continuità delle sue funzioni essenziali senza ricorso o con un ricorso limitato a fondi pubblici o ad aiuti esterni⁴².

Si tratta di una nuova categoria che si differenzia da quella più generica di crisi, né coincide con quella della insolvenza che si manifesta in una banca solo in presenza di un dissesto particolarmente grave⁴³.

⁴² Vds. TAR Lazio, sez. II, 7 gennaio 2017, n. 166, in www.giustizia-amministrativa.it, relativa al ricorso proposto (e poi respinto) dalla Fondazione Cassa di Risparmio di Ferrara avverso, tra l'altro, la revoca implicita dell'autorizzazione della vecchia Banca Etruria, del provvedimento di risoluzione e di quello di azzeramento di azioniste e creditori subordinati.

⁴³ Così INZITARI, *BRRD, Bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. n. 180 del 2015)*, cit.

2.2 Il dissesto nella direttiva e nelle linee guida EBA

L'art. 32 BRRD fa riferimento al dissesto, o meglio, al provvedimento che lo sancisce attivando una procedura di risoluzione.

Ed infatti, il procedimento che certifica il dissesto può essere iniziato dall'organo di amministrazione o di controllo della banca, chiamato a informare tempestivamente la Banca d'Italia (o la BCE) se ritiene che la banca sia in dissesto o a rischio di dissesto.

A questo punto l'autorità di vigilanza (o di risoluzione) accerta il dissesto, emettendo un provvedimento amministrativo. È, quindi, evidente che non si tratta né di uno stato di insolvenza *ex art. 5 L.F.* (che, nell'ordinamento italiano, deve pur sempre essere dichiarata dall'autorità giudiziaria) né di una crisi di impresa⁴⁴.

Peraltro, difficoltà interpretative sono poste dal concetto di “ragionevole prospettazione” circa l'inadeguatezza di ogni misura diversa dalla risoluzione. Se ne deduce come all'autorità sia rimessa la responsabilità di un'analisi *ex ante* su temi molto complessi.

Nelle richiamate linee guida dell'EBA, questa ha spiegato che l'analisi da condursi da parte di tale autorità deve passare per la verifica dei seguenti indici: “*the capital position of an institution; the liquidity position of an institution; and any other requirements for continuous authorization (including governance arrangements and operational capacity)*”.⁴⁵

Sulla posizione di capitale, l'autorità spiega che il dissesto può ricorrere ove la banca non detenga fondi propri nella misura prevista dal patrimonio di vigilanza (formato dalla somma di capitale *Tier 1* e *Tier 2*) oppure nel caso in cui le attività siano inferiori alle passività.

⁴⁴ Cfr. INZITARI, *La disciplina della crisi nel Testo Unico Bancario*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d'Italia*, cit., pp. 123 e ss.

⁴⁵ EBA, *Guidelines on the interpretation of the different circumstances when an institution shall be considered as failing or likely to fail*, p.12.

Sulla posizione di liquidità, l'EBA considera *failing or likely to fail* la banca che violi i requisiti di liquidità imposti dal pacchetto di normative sui requisiti di capitale in una misura tale da giustificare la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività oppure il caso in cui la banca non sia in grado di onorare debiti alla scadenza.

Il terzo indice obiettivo, secondo l'EBA, è costituito da ogni circostanza che dimostri come la banca non soddisfi più le condizioni cui era subordinata l'autorizzazione. In questo caso viene dato particolare risalto alle *weakness in governance arrangements*, ossia ai casi in cui gli organi della banca si rendano protagonisti di errori, colposi o dolosi, o inadempimenti nelle attività di *reporting*⁴⁶.

2.3 Il dissesto nel d.lgs. n. 180/2015

I caratteri appena descritti sembrano essere stati recepiti dal d.lgs. n. 180/2015 e necessitano, tuttavia, di un coordinamento con le disposizioni in materia di crisi bancarie di cui al TUB e alla L.fall.

Sul punto si deve muovere dall'art. 17, comma 2, del d.lgs. n. 180 del 2015, il quale offre un elenco di situazioni alternative che descrivono il dissesto come uno stato che si manifesta se:

a) risultano irregolarità nell'amministrazione o violazione di disposizioni legislative, regolamentari oppure statutarie che regolano l'attività della banca di gravità tale che giustificerebbero la revoca dell'autorizzazione all'esercizio della attività stessa;

b) risultano perdite patrimoniali di eccezionale gravità, tali da privare la banca dell'intero patrimonio o di un importo significativo di esso;

c) le sue attività sono inferiori alle passività;

d) essa non è in grado di pagare i propri creditori alla scadenza

⁴⁶ INZITARI, *BRRD, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite*, cit., p.6.

e) elementi oggettivi indicano che una o più delle situazioni indicate nelle lett. a), b), c) e d) si realizzeranno nel prossimo futuro;

f) è prevista l'erogazione di un sostegno finanziario pubblico straordinario a suo favore.

Vi è chi⁴⁷ ha sostenuto che laddove il legislatore ha coniugato i verbi al presente (ad es. sub a) ci si trovi dinnanzi a stati che, nel diritto interno, possono coincidere con lo stato di insolvenza.

La legge non chiarisce, tuttavia, se l'autorità di risoluzione abbia il potere di iniziarla superando o disapplicando le disposizioni dettate in materia di procedure concorsuali amministrative.

Come è stato evidenziato⁴⁸, la vigilanza sembra orientata nel senso che, almeno nel caso in cui la banca sia soggetta a vigilanza della BCE, l'unica strada percorribile sarebbe sempre la risoluzione, in quanto più la banca è grande, maggiore è il rischio sistemico che potrebbe derivare dalla crisi.

Sicché il ricorrere dei medesimi presupposti può dar luogo alternativamente a risoluzione (sub specie *bail in*), l.c.a. e a.s., ponendo in tal senso una serie di problemi interpretativi e di coordinamento tra la risoluzione e le citate procedure concorsuali amministrative.

Posto che tutte e tre le procedure non presuppongono l'insolvenza, potendo conseguire a violazioni di legge o amministrative, ciononostante, gli artt. 70 e 80 TUB, dettati – rispettivamente – in tema di a.s. e l.c.a., prevedano che la prima possa essere disposta in caso di gravi irregolarità e la seconda in casi di irregolarità di eccezionale gravità⁴⁹. La risoluzione, invece, può essere disposta, ricorrendone i presupposti, anche se le irregolarità compiute dalla banca siano solo gravi.

⁴⁷ SANTONI, *La disciplina del bail-in, lo stato di dissesto e la dichiarazione dello stato di insolvenza*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2016, pp. 517 e ss.

⁴⁸ STANGHELLINI, *Risoluzione, bail – in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, cit., p. 572.

⁴⁹ COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2012, pp. 815 e 842.

Se ne evince che il concetto di dissesto regolatorio configuri un presupposto oggettivo della risoluzione che è più ampio dei presupposti oggettivi della a.s. e della l.c.a., giacché si consente all'autorità di risoluzione di intervenire prima ancora di quanto può fare l'autorità di vigilanza.

Peraltro, non vi è coincidenza, sul piano economico, tra i concetti di dissesto e di insolvenza, essendo possibile, in tutte le citate procedure, che l'ente sia, oltre che in dissesto, anche insolvente.

Sul punto, l'art. 36, comma 1, d.lgs. n. 180/2015 dispone che ove l'ente sottoposto a risoluzione si trovi in stato di insolvenza alla data di adozione del provvedimento di risoluzione trovi applicazione l'art. 82, comma 2, TUB, che prevede – in tema di l.c.a. – che lo stato di insolvenza sia dichiarato dal tribunale del luogo in cui la banca ha la sede legale.

Quindi, il dissesto consente di disporre la risoluzione in base non già a una difficoltà (in atto) nell'adempimento delle obbligazioni, ma anche in base a un giudizio prognostico sull'insolvenza. In merito l'art. 17, comma 2, lett. e), d.lgs.n. 181/2015 consente all'autorità di risoluzione di avviare la stessa anche solo in presenza del rischio (futuro e incerto) che la banca non sia in grado di pagare i propri debiti alla scadenza.

Pertanto, appurato che il grave deterioramento del patrimonio oppure le gravi irregolarità della amministrazione costituiscono i presupposti che caratterizzano il dissesto; quando, invece, si prevede che tali situazioni si possano verificare in un prossimo futuro la banca è considerata a rischio di dissesto.

La banca viene considerata, inoltre, in dissesto o a rischio di dissesto allorquando, sebbene la situazione di crisi non sia tale da comportare la necessità di porre rimedio ad una grave perturbazione dell'economia e di preservare la stabilità finanziaria, venga comunque prevista l'erogazione di un sostegno finanziario pubblico straordinario a suo favore.

L'accertamento di tale presupposto spetta alla BCE o alla Banca d'Italia a seconda della competenza e, salve le ipotesi di gravi irregolarità o gravi violazioni di disposizioni legislative o regolamentari, di norma è la conseguenza di perdite patrimoniali la cui entità trae origine dalla verifica sulla qualità degli attivi.

L'assorbimento delle passività rappresenta in ogni caso lo strumento necessario di intervento. A seconda delle dimensioni e della gravità del dissesto, la procedura può essere articolata solo attraverso la riduzione e conversione delle passività, art. 20, comma 1, lett. a), oppure attraverso interventi più ampi e pervasivi secondo quanto previsto dall'art. 20, comma 1, lett. b), d.lgs. n. 180/2015.

L'intervento di cui alla lett. a) viene disposto se il dissesto è suscettibile di essere risolto attraverso la sola riduzione e conversione delle azioni, delle altre partecipazioni e degli strumenti di capitale emessi dalla banca, in modo tale che con l'assorbimento di tali passività possa essere ripristinato l'equilibrio patrimoniale richiesto per la corretta continuazione dell'attività bancaria.

Intervenuta la risoluzione, il coinvolgimento dei creditori nel *bail-in* è determinato sulla base di una valutazione "equa, prudente e realistica" delle attività e passività della banca effettuata da un esperto indipendente su incarico della Banca d'Italia quale autorità di risoluzione.

Questa valutazione non serve soltanto a "quantificare l'entità della riduzione e conversione delle passività ammissibili" (art. 24, comma 1, lett. d), d. lgs. 180/2015), ma anche ad identificare "le diverse categorie di azionisti e creditori in relazione al rispettivo ordine di priorità applicabile in sede concorsuale" e a stimare "il trattamento che ciascuna categoria di azionisti e creditori riceverebbe se l'ente fosse liquidato secondo la liquidazione coatta amministrativa disciplinata dal TUB o altra analoga procedura concorsuale applicabile" (art. 24, comma 5, d. lgs. 180/2015). Ha, quindi, una importanza

fondamentale nel definire l'entità e il grado di partecipazione al *bail-in* da parte dei creditori e nel garantire il rispetto del principio NCWO.

La valutazione prevista dall'art. 23, d. lgs. 180/2015 ha, però, anche la funzione di definire le condizioni che rendono legittimo l'intervento del fondo di risoluzione che, pur essendo tale fondo formato dai contributi delle banche, poiché questi contributi sono obbligatori, è considerato un aiuto di stato. Il fondo, infatti, può contribuire al ripianamento delle perdite e alla ricapitalizzazione dell'ente sottoposto a risoluzione soltanto a condizione che il contributo di tutti coloro che sono soggetti al *bail-in* "sia pari ad almeno l'8 per cento delle passività totali, inclusi i fondi propri dell'ente" e l'intervento del fondo non superi il 5% di tali passività (art. 23, comma 6, d. lgs. 180/2015).

In difetto di risoluzione, la normativa prevede, infatti, che la decisione di svalutare e convertire, pur adottabile, non possa incidere su pretese ulteriori rispetto a quelle computabili nei fondi propri della banca (art. 27, comma 1, lett. a, d. lgs. 180/2015). Si parla, in tal caso, di "*write-down ristorativo*" o *bail in* debole, per distinguerlo dal vero e proprio *bail-in* (forte), che può essere adottato anche in combinazione ad altri strumenti della risoluzione (*sale of assets, bridge bank, asset separation tool*) e che riguarda anche le pretese (come ad esempio le obbligazioni senior e i depositi non protetti) diverse dagli elementi computabili nel patrimonio di vigilanza.

3. L'ambito oggettivo di applicazione: passività svalutabili e convertibili vs. passività escluse

Allo scopo di minimizzare i costi della risoluzione e di imporre la piena disciplina di mercato, il quadro giuridico europeo ha stabilito requisiti qualitativi e quantitativi per le passività assoggettabili a *bail-in*.

Il perimetro di queste ultime è descritto nella direttiva per differenza, nel senso che lo strumento può essere applicato a tutte le passività che non sono escluse dall'ambito di applicazione a norma dell'art. 44, parr. 2 e 3, BRRD⁵⁰.

Ove il *bail in* sia azionato, le perdite della banca devono essere sopportate dagli *stakeholders* coinvolti secondo un ordine di priorità prestabilito: azionisti, titolari di altri strumenti di capitale regolamentare, titolari di altri strumenti subordinati non integranti il capitale regolamentare (es. obbligazioni subordinate); altri creditori subordinati (obbligazioni, derivati non esclusi, depositi di imprese non piccole superiori a quanto oltre i 100.000 euro); correntisti con depositi superiori a 100.000 euro (persone fisiche e piccole e medie imprese); fondo di garanzia dei depositi, che contribuisce al *bail in* al posto dei depositanti protetti.

In linea generale, tutte le passività sono astrattamente “*bail-inable*”, vale a dire potenzialmente soggette a svalutazione o conversione in azioni. Questa regola generale, tuttavia, è soggetta a esenzioni legislative o discrezionali, volte a bilanciare interessi pubblici concorrenti con l'esclusione di certe passività dal *bail-in*.

Le eccezioni previste dalla legge comprendono passività dovute a specifiche tipologie di creditori, indipendentemente dal fatto che siano disciplinate dal diritto di uno Stato Membro o da quello di un paese terzo.

Le tipologie di creditori presi in considerazione dalla direttiva BRRD sono:

- a) creditori garantiti di primo rango (*secured senior creditors*), sull'assunto che l'annullamento della protezione data dalla garanzia comprometterebbe la certezza del diritto e l'affidamento commerciale;
- b) creditori “protetti” o comunque più deboli, come i depositanti protetti, i dipendenti o i clienti che detengono attività o denaro nella misura in cui tali posizioni sono protette dal diritto fallimentare nazionale;

⁵⁰ Sul punto v. le osservazioni di VATTERMOLI, *Il bail in L'Unione bancaria europea*, a cura di Chiti-Santoro, Pisa, 2016, p. 124.

- c) enti rilevanti per il mantenimento della stabilità finanziaria, come le passività dovute agli enti finanziari — ad eccezione delle infra-gruppo — con scadenza originaria inferiore ai sette giorni, considerato l'intrinseco effetto negativo che il *bail-in* avrebbe sul mercato interbancario non garantito. Nella stessa ottica di ragionamento, le passività dovute ai sistemi di compensazione e di pagamento con scadenza rimanente inferiore ai sette giorni sono ugualmente escluse dal *bail-in*, così come le passività dovute ai fondi di garanzia dei depositanti derivanti dal pagamento dei contributi;
- d) le passività dovute al fisco e agli enti di sicurezza sociale sono anch'esse escluse dall'ambito del *bail-in* in conformità con il diritto nazionale.

In aggiunta alle esenzioni di fonte legale appena menzionate, il Regolamento SRM prevede categorie di passività che le autorità di risoluzione possono — in “*circostanze eccezionali*” — escludere in tutto o in parte dal *bail-in*. L'utilizzo di tale esclusione come eccezione alla regola generale secondo la quale tutte le passività sono soggette a *bail-in* deve essere interpretata in modo restrittivo e valutata attentamente dalle autorità di risoluzione, tenendo conto delle potenziali esternalità negative derivanti dall'inclusione o dall'esclusione di tali passività dal *bail-in*.

L'applicazione di tale esclusione, pertanto, è soggetta a determinate restrizioni da parte del Regolamento SRM. In primo luogo, dovrebbe essere limitata al verificarsi di circostanze eccezionali dove l'applicazione del *bail-in* a certe passività avrebbe un impatto negativo su:

- a) la rapida ed efficace azione di risoluzione;
- b) la continuità delle funzioni essenziali;
- c) la stabilità finanziaria, dando luogo a contagio diffuso che avrebbe l'effetto di alterare fortemente il funzionamento dei mercati finanziari, comprese le infrastrutture del mercato;
- d) l'aumento dell'ammontare delle perdite che sarebbero sostenute dagli altri creditori.

In secondo luogo, l'applicazione di tale esclusione indurrebbe l'autorità di risoluzione ad aumentare il livello di svalutazione o conversione applicato alle altre passività assoggettabili a *bail-in* in un modo compatibile con il principio del NCWO. In terzo luogo, l'autorità di risoluzione dovrebbe tenere presente che l'esclusione di certe passività dal *bail-in* può richiedere la contribuzione del Fondo di risoluzione a favore dell'ente in risoluzione e che a questo fine devono essere soddisfatte le condizioni restrittive previste dal Regolamento SRM .

Le esclusioni discrezionali delle passività assoggettabili a *bail-in*, inoltre, non possono pregiudicare il principio di non discriminazione e dell'integrità del mercato interno. Per assicurare il rispetto di questi principi, la BRRD prevede che, qualora l'esclusione implichi l'uso del Fondo, l'autorità di risoluzione prima di esercitare tale discrezionalità debba inviare una notifica alla Commissione, che ha il potere di proibire o di richiedere delle modifiche nel caso in cui consideri che i requisiti dell'art. 44 BRRD o del Regolamento delegato della Commissione previsto dall'art. 44 della stessa Direttiva 2014/59/UE non siano soddisfatti .

Il preventivo coinvolgimento della Commissione è previsto anche dal Regolamento SRM. Nel contesto di quest'ultimo regolamento, peraltro, si può argomentare che il coinvolgimento della Commissione soddisfi un obiettivo sia di carattere sostanziale (come nel regime previsto dalla BRRD) sia di carattere procedurale. In altri termini, oltre alla protezione dell'integrità del mercato interno, il coinvolgimento della Commissione soddisfa esigenze di tipo istituzionale.

Occorre osservare che la decisione del Comitato di escludere determinate passività dal *bail-in* equivale all'esercizio di una scelta discrezionale che, secondo l'opinione attuale, potrebbe andare al di là di quanto può essere autonomamente deciso da un'agenzia europea come il Comitato e, pertanto, deve essere sostenuta da una decisione della Commissione che può spiegare i pieni poteri di una istituzione dell'UE.

Posto che il *bail-in* costituisce un intervento conformativo della proprietà privata (art. 42 Cost.; art. 1, Prot. 1 CEDU, art. 17 Carta dei diritti fondamentali UE: v. *infra*) volto a ripristinare la fiducia del pubblico nel sistema finanziario, gli interventi dell'Autorità dovranno essere necessariamente limitati a tale scopo.

Le eccezioni al *bail-in* devono, infatti, tutte seguire siffatto principio: passività escluse sono quelle la cui riduzione o conversione può pregiudicare la fiducia del pubblico, sicché la loro liquidazione produrrebbe un effetto contrario a quello del ripristino della fiducia.

L'elenco delle passività escluse comprende ipotesi eterogenee, posto che la direttiva ne prevede obbligatorie e facoltative.

Le esclusioni obbligatorie (o permanenti) rappresentano l'area del *non bail-inable* e sono speculari alle passività incluse appena richiamate⁵¹.

Tali passività rientrano tra quelle il cui mantenimento risulta necessario od opportuno per il corretto svolgimento in continuità delle funzioni essenziali dell'ente e sul piano soggettivo di per sé non configurano una partecipazione del creditore all'investimento nell'attività dell'ente.

Vi sono poi le passività escluse che sono correlate alla "detenzione di disponibilità dei clienti", come quella detenuta «nella prestazione di servizi e attività di investimento e accessori ovvero da o per conto di organismi d'investimento collettivo o fondi di investimento alternativi» [art. 49, comma 1, lett. c)] e l'obbligo sorto per effetto di un rapporto fiduciario «tra l'ente sottoposto a risoluzione e un terzo, in qualità di beneficiario» [art. 49, comma 1, lett. d)]; in entrambe le ipotesi l'eccezione al *bail in* si configura a condizione che i clienti siano protetti nelle procedure concorsuali applicabili.

⁵¹ Si tratta dei depositi protetti; delle passività garantite, quelle nei confronti dei dipendenti, dei fornitori di beni o servizi necessari per il normale funzionamento dell'ente sottoposto a risoluzione [art. 49, comma 1, lett. g), ii), d. legisl. n. 180/2015], o dei sistemi di garanzia dei depositanti; le passività con durata originaria inferiore a sette giorni nei confronti di banche o SIM non facenti parte del gruppo dell'ente sottoposto a risoluzione [art. 49, comma 1, lett. e)]; le passività con durata residua inferiore a sette giorni nei confronti di un sistema di pagamento o di regolamento titoli o di una controparte centrale, nonché dei suoi gestori o partecipanti.

Si tratta, in queste due ipotesi naturalmente configurabili nel caso della gestione di portafogli, di prendere atto (o di verificare) che sussiste la separazione tra il patrimonio dell'intermediario (o del fiduciario) e i patrimoni di pertinenza dei clienti, in base al principio cardine dell'art. 22 TUF⁵²: verifica il cui esito, se condotta sulla fattispecie astratta, porterebbe ad affermare sempre l'eccezione, per la "normale" titolarità, in capo al cliente (beneficiario), di un'azione di "rivendicazione", in luogo di un'azione di restituzione soggetta al concorso.

Ove, invece, si dovesse condurre una verifica in concreto, accertando caso per caso che la preesistenza del rapporto di investimento risulti da atto avente data certa e sia rispettato il principio della doppia separazione patrimoniale (del patrimonio dell'intermediario da quello dei clienti e, tra loro, dei patrimoni dei clienti), si determinerebbero esiti di notevole difficoltà che mal si conciliano con la rapidità che deve connotare la determinazione dell'importo del *bail-in*, per assicurarne l'efficacia nel ripristino della fiducia sui mercati; può aggiungersi che includere nelle passività *bail-inable* quelle che siano tali per effetto di negligenza del gestore costituirebbe una distorsione dell'incentivo alla regolare osservanza delle regole di separazione contabile.

Inoltre, accanto alle esclusioni obbligatorie sono previste le esclusioni facoltative: l'art. 44, par.3, BRRD (cfr. art. 49, comma 2, d.lgs. n. 180/2015) stabilisce che in circostanze eccezionali, alcune passività possono essere escluse dall'area del *bail-inable*, integralmente o parzialmente.

La scelta è rimessa all'autorità di risoluzione che, nel rispetto dei principi di efficacia, necessità e ragionevolezza, può escludere dal *bail in* passività che sono in astratto *bail-inable*. Ciò può avvenire se non è possibile sottoporre le passività individuate a *bail-in* entro un tempo ragionevole; se l'esclusione è necessaria e proporzionata per conseguire la continuità delle funzioni essenziali dell'ente; se l'esclusione è necessaria e proporzionata per

⁵² Sull'art. 22 TUF, v. il commento di BRIOLINI, in *Testo unico della finanza*. Commentario diretto da CAMPOBASSO, Torino, 2002, pp. 183 e ss.; MAGGIOLLO, *Servizi ed attività di investimento*, in *TRATT.CICU-MESSINEO*, Milano, 2012, p. 455.

evitare di provocare un ampio contagio oppure se l'applicazione del *bail in* a tali passività determinerebbe una distruzione di valore tale che le perdite sostenute da altri creditori sarebbero più elevate che nel caso in cui tali passività fossero escluse dal *bail-in*⁵³.

3.1 (Segue) Le disponibilità costituite da denaro

Ferma, dunque, la separazione e l'eccezione dal *bail-in* per quanto concerne gli strumenti finanziari rientranti nel servizio di investimento di gestione di portafogli, resta da considerare la sorte delle disponibilità costituite da denaro, di pertinenza dei clienti dell'impresa di investimento e che siano stati, nell'adempimento del mandato gestorio, depositate presso la banca in risoluzione.

Secondo qualche autore⁵⁴, sembra da scartare una soluzione basata sul criterio soggettivo dell'affidamento del cliente, che porterebbe a discriminare tra i casi in cui la banca depositaria è nota al cliente (che allora sarebbe "investitore" non meritevole di tutela) da quelli in cui essa è ignota al medesimo. Anche nel caso della gestione di portafogli il prestatore del servizio di investimento che rispetti le regole di adeguata organizzazione deve svolgere una *due-diligence* interna, per scegliere il depositario: il conferimento dell'incarico a quest'ultimo – attesa la sua delicatezza per assicurare la tutela della clientela - dovrebbe basarsi sulla preventiva definizione, da parte degli intermediari, di precisi criteri per la selezione dei depositari, approvati dall'organo di gestione, cui va rimessa la scelta di tali soggetti (il piano di *audit* deve ricomprendere anche la verifica dell'efficienza e dell'affidabilità dei depositari e sub-depositari).

Il cliente dell'impresa di investimento viene a subire in ogni caso le conseguenze di un'inefficienza (o inadempimento) del proprio intermediario,

⁵³ Se l'autorità decide di escludere una passività dal *bail-in* deve, comunque, applicare i principi della risoluzione e, in particolare, quello secondo cui gli azionisti devono subire per primi le perdite (NCWO). L'esclusione di passività non deve, inoltre, pregiudicare la capacità di assorbimento delle perdite, né deve intaccare le risorse raccolte per il finanziamento della risoluzione.

⁵⁴ DE STASIO, *Gestione di portafogli e bail-in*, in *Riv. dir. civ.*, 2017, pp. 365 e ss..

senza possibilità di un razionale discrimine tra le ipotesi in cui la scelta gli sia nota o meno: il cliente può fare valere le proprie pretese risarcitorie contro l'intermediario con cui intrattiene il rapporto di gestione di portafoglio nel contesto di un giudizio che avrebbe ad oggetto la verifica della correttezza del processo di scelta del depositario (e il suo corretto monitoraggio) da parte del gestore di portafoglio.

L'esito che distingue in relazione alla transitoria composizione del portafoglio, escludendo dal *bail-in* gli strumenti finanziari e, invece, includendovi quella parte di portafoglio temporaneamente costituita da denaro non appare, di per sé, lineare e appagante. Da questo punto di vista, è preliminarmente più opportuno distinguere, nell'ambito delle passività residuali soggette a *bail-in*, quelle che attengono a rapporti di "credito" in senso stretto (per le quali sussiste la *ratio*, anche soggettiva, del *bail-in*) e quelle, invece, che assumono una funzione monetaria.

Come si è detto, le banche non sono imprese come le altre, per la ragione che partecipano della funzione monetaria della banca centrale. Secondo la teoria dell'unità di conto, i depositi bancari utilizzabili per i pagamenti sono moneta scritturale, cioè supporto monetario al pari della banconota emessa dalla banca centrale: più che come credito, essi vanno intesi come una particolare forma tecnica di supporto della moneta.

Va ricordato che il limite dei 100.000 euro alla esclusione dal *bail-in*, non si applica, per nove mesi dall'accredito, ai depositi delle persone fisiche che derivino da operazioni immobiliari sull'abitazione [art. 96- *bis*.1, comma 4, lett. a), TUB], da divorzio, pensionamento, scioglimento del rapporto di lavoro, invalidità o morte [art. 96- *bis*.1, comma 4, lett. b), TUB], pagamento di prestazioni assicurative, risarcimenti o indennizzi a seguito di reati contro la persona o di ingiusta detenzione [art. 96 *bis*.1, comma 4, lett. c), TUB].

In tutti questi casi, la legge stessa attribuisce legale rilievo alla funzione di supporto monetario del deposito bancario, con una valutazione *iuris et de iure* di meritevolezza, non essendovi per il depositante normalmente altra

scelta per la custodia del proprio denaro (fino al reimpiego in un nuovo investimento). Anche il nuovo art. 91, comma 1 *bis*, lett. a), n. 1), e lett. c), TUB, attribuisce nella liquidazione coatta amministrativa una posizione di preferenza dei depositanti rispetto agli altri creditori chirografari, e in particolare dei depositanti protetti che siano microimprese, piccole e medie imprese per la parte superiore ai 100.000 euro che non trova tutela da parte del sistema di garanzia dei depositanti (artt. 96 e 96 *bis*.1, commi 2 e 3, TUB), con ciò graduando in funzione della qualifica soggettiva il sacrificio richiesto ai soggetti più deboli (per i quali, appunto, il deposito bancario è scelta inevitabile di custodia della liquidità).

Nel deposito con possibilità di utilizzo nell'ambito di un contratto-quadro di servizi di pagamento sulla funzione di credito prevale quella di custodia della banca. Ciò può dirsi positivamente definito dall'art. 114 *duodecies*, comma 2, TUB, allorché il conto di pagamento sia intrattenuto presso un istituto di pagamento; vi sono però ulteriori argomenti riferibili anche ai conti di pagamento intrattenuti presso le banche.

Come è stato efficacemente dimostrato in un classico contributo⁵⁵, anche nel deposito irregolare si realizza, ancora più intensamente che nella figura regolare, quella "copertura" dal rischio di perdita o distruzione della cosa depositata, in cui si ravvisa un essenziale aspetto della *utilitas*, cioè della patrimonialità della prestazione di custodia: il custode nel deposito irregolare risponde infatti anche per il rischio di perdita o distruzione fortuita, per la semplice ragione che se ne elimina in radice la possibile incidenza, grazie al fatto che *genus numquam perit* e che il depositario non potrà invocare il fortuito come motivo di propria liberazione». Alla luce di questa osservazione, si comprende come non sia discriminante tra deposito regolare e irregolare la facoltà d'uso - che può essere pattuita anche nel deposito regolare - ma che proprio nel deposito irregolare la libera disponibilità delle somme affidate costituisce una contropartita del servizio di custodia promesso.

⁵⁵ DALMARTELLO- PORTALE, voce *Deposito* (diritto vigente), in *Enc. dir.*, XII, Milano, 1964, p. 270.

In una situazione di tassi di interessi negativi, quale quella conseguente alla più recente politica monetaria della Banca centrale europea, questa contropartita può avere, in astratto, una valutazione anche inferiore a quella che deve farsi del servizio prestato; e allora sarà ancora il depositario ad avere ragione di chiedere un compenso, da determinarsi in via differenziale.

Potrà forse immaginarsi una discriminazione causale da adottarsi caso per caso, facendo ricorso ai poteri discrezionali di esclusione dal *bail-in* che l'art. 49, comma 2, d. lgs. n. 180/2015 attribuisce all'Autorità di risoluzione, pur entro limiti stringenti: potrebbe, ad esempio e in generale, tenersi conto del fatto che il tasso di interesse è "zero" o "negativo", per escludere in concreto la causa creditizia del deposito; potrebbe la prassi iniziare a distinguere un vero e proprio conto di pagamento, anche in ambito di attività bancaria, per evidenziare la causa di "custodia" e di esclusivo "servizio di cassa" del deposito bancario.

Quale che sia la più corretta soluzione in generale, è chiaro che, nella gestione di portafogli, le somme depositate dal gestore nell'interesse dei clienti non sono somme "investite", ma sono somme in attesa di essere investite negli strumenti finanziari oggetto della gestione. La loro giacenza sul conto non rappresenta un investimento (necessariamente connotato da una significativa "durata" temporale), ma un transitorio stazionamento della somma con finalità di reimpiego (duraturo nel tempo).

In questo caso, omettere di discriminare tra le passività delle banche quelle che si riferiscono a un'obbligazione di custodia riferita a una gestione di portafogli e travolgere anche quest'ultime insieme alle passività che rappresentano "investimenti" nella banca (strumenti finanziari, depositi vincolati, ecc.), pare essere operazione interpretativa ingiustificatamente restrittiva dell'eccezione di cui all'art. 49, comma 1, lett. c), inidonea a superare il vaglio del principio costituzionale di ragionevolezza, in sé e in relazione ai suoi esiti applicativi, in quanto può provocare maggiore instabilità di quella cui dovrebbe porre rimedio.

Sta in ciò la motivazione secondo cui il tradizionale argomento dell'applicazione dell'art. 1834 cod.civ., che escluderebbe i depositi bancari dall'applicazione della separazione patrimoniale *ex art. 22 TUF*, e conseguentemente farebbe rientrare nel *bail-in* anche le passività che l'impresa di investimento depositi, nell'ambito di una gestione di portafoglio, nell'interesse dei clienti, non può considerarsi decisivo né appagante: esso si fonda su una interpretazione dell'esenzione in meccanica trasposizione del principio "*no creditor worse off*".

La prestazione di custodia che sta a fondamento delle esenzioni di cui alle lett. c) e d) dell'art. 49, comma 1, d. lgs. n. 180/2015 è la medesima che la banca depositaria presta allorché siano depositate somme, anziché strumenti finanziari. Tali passività non dovrebbero essere assoggettabili al *bail-in*.

3.2. (Segue) Altre passività escluse: un richiamo alle clausole generali e le obbligazioni quantitativamente *bail inable*

Affermata la differenza causale che intercorre tra i depositi bancari e gli altri "investimenti" nell'impresa bancaria, dovrà essere l'interpretazione costituzionalmente orientata a fissare i limiti del *bail-in* rispetto ai rapporti in cui è preminente la funzione di custodia. Travolgere con la riduzione o la conversione l'obbligazione specifica di custodia significa adottare un comportamento che si pone in tensione rispetto alla finalità primaria del *bail-in*, di preservare le funzioni essenziali dell'ente in risoluzione e ripristinare la fiducia del pubblico nella continuazione dell'attività bancaria.

Pertanto, è possibile affermare che sulla disciplina delle esclusioni dal *bail-in* pesa oggi una involuzione nel modo di considerare le clausole generali⁵⁶. Prima considerate le "valvole di sicurezza" del sistema, che

⁵⁶ Il 22 aprile 2016 si è tenuto a Roma il Convegno "*I diritti fondamentali in Europa e il diritto privato*", con una relazione di GARGANTINI, *Procedure di risoluzione bancarie: tutela della proprietà e dell'equo processo*, nella quale si è dato atto di un'esplicita scelta della Commissione europea per la formulazione di una disciplina delle esclusioni dal *bail-in* che, evitando di fornire anticipate sicurezze agli investitori, non ne provocasse la "fuga" dagli investimenti potenzialmente inclusi nel *bail-in*. In generale sul ruolo dei diritti fondamentali nel diritto europeo, v. GIANNITI, *Le prospettive di integrazione tra ordinamento UE ed ordinamento CEDU*, in *Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali*, a cura di GIANNITI, Bologna 2015, p. 523 ss.; PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 60.

consentono di adattare il testo della legge ai casi nuovi, vale a dire per consentire al giudice di trattare sulla base di principi e di valori quei casi che il legislatore non aveva potuto considerare, nel definire il perimetro della fattispecie al momento storico della emanazione della legge, in un'ottica di adeguamento dell'ordinamento giuridico ai nuovi casi che l'evoluzione storica della società e dell'economia pone imprevedibilmente dinanzi all'interprete.

Oggi, in una fase storica diversa, si vuole consentire all'operatore giuridico di non essere costretto entro le maglie di fattispecie predisposte e di decidere guidato solo dai principi, che devono essere bilanciati in un giudizio la cui garanzia, per i consociati, è soprattutto quella procedurale data dalla terzietà di chi decide.

L'interpretazione che esclude dal *bail-in* i depositi bancari intrattenuti nella gestione di portafoglio è in relazione con profili più generali del problema della salvezza dei depositi bancari.

Oltre ai requisiti qualitativi concernenti l'ambito delle passività che possono essere oggetto di *bail-in*, la disciplina europea prevede obbligazioni quantitative vale a dire la determinazione da parte dell'autorità di risoluzione di requisiti minimi dei fondi propri e delle passività assoggettabili a *bail-in* (“*minimum requirement of eligible liabilities*” “MREL”), che devono essere soddisfatti in qualunque momento dalla banca al fine di consentire la sua risoluzione ordinata senza esporre i contribuenti a costi.

Si tratta dell'ammontare nel quale non vanno computati i depositi che godono della «preferenza nella gerarchia della procedura di insolvenza»⁵⁷. Sicché, è nei confronti di tali disponibilità che dovrà essere orientato il recupero della quota dell'8% delle passività totali (nella quale è contenuto l'intervento del *bail-in* prima che sia consentito l'accesso alle risorse pubbliche).

⁵⁷ Cfr. l'art. 12, par. 16, del Regolamento UE n. 806 del 2014.

Ne consegue che, una volta assorbita detta quota dell'8%⁵⁸, ai sensi dell'art. 76 del Regolamento n. 806 del 2014 (SRM), è autorizzato ad intervenire, a determinate condizioni, il fondo unico di risoluzione per un ulteriore ammontare pari al 5% delle passività⁵⁹.

Ne deriva che le Autorità di risoluzione possono distribuire in modalità variegata i limiti delle differenti tipologie di strumenti da sottoporre a *bail-in*, fermo restando il raggiungimento del sopraindicato limite dell'8% del totale passivo⁶⁰.

3.3. Le valutazioni dell'Autorità di risoluzione

Dal punto di vista operativo il *bail-in* mira a stabilizzare la situazione finanziaria dell'istituto attraverso l'assorbimento delle perdite in modo da assicurare che il valore patrimoniale netto dell'istituto sia pari a zero e, dove rilevante, la ricapitalizzazione della banca al livello richiesto dai requisiti patrimoniali obbligatori, il ristabilimento del CET1 *capital ratio*, la soddisfazione delle condizioni per l'autorizzazione e il mantenimento della fiducia del mercato.

Il raggiungimento di siffatti obiettivi rende la valutazione dell'ammontare aggregato delle passività da assorbire e dei requisiti di ricapitalizzazione una condizione preliminare per determinare l'ambito della svalutazione o della conversione delle passività per mezzo del *bail-in* e l'efficacia di detto strumento. Una valutazione errata incapace di registrare correttamente tutte

⁵⁸ La misura dell'8% è assunta come coerente con il livello di perdite sperimentate dalle banche in crisi post 2007. Al riguardo, cfr. FORESTIERI, *L'unione bancaria europea e l'impatto sulle banche*, in *Banc. imp. soc.*, 2014, pp. 496 e ss.

⁵⁹ Va chiarito che il Comitato unico di risoluzione può utilizzare il Fondo solo nella misura necessaria ad assicurare l'efficace applicazione degli strumenti di risoluzione e, dunque, non per assorbire direttamente le perdite. In ogni caso, come si è detto, alla luce della Comunicazione della Commissione europea del 2013, visionabile sul sito della Commissione stessa, «prima di concedere aiuti per la ristrutturazione a favore di una banca, gli Stati membri dovranno (...) garantire che gli azionisti e i detentori di capitale subordinato di detta banca provvedano a fornire il necessario contributo». Cfr., in argomento, CAPRIGLIONE - TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi. La difficile conquista di una dimensione europea*, cit., pp. 109 e ss.

⁶⁰ Come è specificato nella Relazione illustrativa ai decreti legislativi attuativi della direttiva 2014/59/UE, è verosimile che l'autorità di risoluzione si orienti verso valori e composizione che consentano di garantire il soddisfacimento del requisito minimo di condivisione degli oneri con azionisti e creditori, pari all'8% del totale passivo, senza rischiare di dover applicare il *bail-in* almeno ai depositanti non protetti.

le passività può mettere la strategia di risoluzione a rischio o potrebbe richiedere un finanziamento aggiuntivo o *rounds* successivi di *bail-in*.

Allo stesso tempo, una valutazione eccessivamente prudente potrebbe irragionevolmente pregiudicare i diritti degli azionisti e dei creditori con riguardo al proprio diritto di proprietà e richiedere aggiustamenti della misura della svalutazione delle passività e del corrispettivo versato. Il “giusto equilibrio” dell’interferenza pubblica nel diritto di proprietà richiede che l’autorità di risoluzione stimi *ex ante* il controvalore fattuale nell’insolvenza (art. 36 Direttiva 2014/59/UE; art. 20 Regolamento SRM), per assicurare che la propria condotta sia in linea con la protezione dei diritti fondamentali.

Una valutazione adeguata è fondamentale per garantire l’efficacia complessiva della risoluzione e l’imperativo di minimizzarne i costi. Il potenziale contenzioso relativo alle azioni di risoluzione rende la valutazione uno dei passaggi più delicati dell’intero processo di risoluzione, tenuto conto del suo impatto nella determinazione dell’ammontare del NCWO e del “giusto equilibrio” nell’espropriazione degli azionisti e dei creditori.

Allo scopo di garantire l’effettività dell’azione di risoluzione e l’equità nel trattamento degli azionisti e dei creditori, il Regolamento SRM (che replica le disposizioni previste nella BRRD) prevede una valutazione *ex ante* e una *ex post*.

La valutazione preventiva alla decisione di risoluzione e all’adozione delle idonee misure di risoluzione (“*valutazione ex ante*”) mira a informare la decisione dell’autorità di risoluzione in merito all’apertura di una procedura di risoluzione nei confronti dell’ente, all’esercizio del potere di svalutare o convertire gli strumenti di capitale dove le condizioni per la risoluzione sono soddisfatte, o all’adozione delle azioni di risoluzione, compresa l’ammontare della svalutazione o della forte diluizione delle azioni o di altri titoli di proprietà e la misura della svalutazione o della conversione degli strumenti di capitale assoggettati al *bail-in*.

Per ragioni di completezza occorre chiarire che gli strumenti di capitale possono essere svalutati o convertiti non solo nell'ambito della risoluzione, ma anche al già menzionato punto di insostenibilità economica (“*point of non-viability*” o “PONV”). Quest'ultimo è il momento in cui le condizioni per la risoluzione sono soddisfatte, ma prima che l'azione di risoluzione sia intrapresa oppure il momento in cui l'autorità decide che l'istituzione cesserebbe di essere economicamente sostenibile se gli strumenti di capitale non fossero svalutati oppure convertiti.

In altri termini, gli strumenti di capitale dell'ente emittente possono essere svalutati al “PONV” indipendentemente dall'adozione di un'azione di risoluzione, perché la svalutazione o la conversione di strumenti di capitale è sufficiente a ristabilire la sostenibilità economica dell'ente oppure perché l'apertura di un procedimento di risoluzione non è necessaria e giustificata dall'interesse pubblico. Al fine di assicurare l'attuazione effettiva di questa misura, il regime europeo prevede che alle autorità di risoluzione siano conferiti poteri relativi alla svalutazione o conversione degli strumenti di capitale, CET1 e strumenti appartenenti all'*Additional Tier 1* e al *Tier 2* (“*strumenti di capitale*”), con la conseguenza che la loro svalutazione e conversione non dipendono esclusivamente da eventi convenuti nel contratto, ma possono essere imposte anche dall'autorità. Ciò è complementare al requisito in base al quale i termini che reggono questi strumenti devono prevedere la possibilità che siano svalutati o convertiti quando ricorrono determinati eventi e che lo *swap* di debito per capitale sia adeguatamente evidenziato nel prospetto.

Va sottolineato che l'attuazione della svalutazione e della conversione di strumenti di capitale al PONV e lo strumento del *bail-in* convergono sotto molti aspetti. Innanzitutto, al pari del *bail-in*, la svalutazione o conversione degli strumenti di capitale al PONV è soggetta alla previa valutazione da svolgersi secondo l'art. 20 del Regolamento SRM. In secondo luogo, è soggetto all'art. 47 BRRD, sul trattamento degli azionisti e all'art. 50 BRRD sui tassi di conversione del debito in capitale. Inoltre, la medesima sequenza di

svalutazione e conversione degli strumenti di capitale si applica sia al PONV sia nella risoluzione quando viene applicato il *bail-in*.

Per questa ragione, diverse considerazioni ivi esposte si applicano anche alla svalutazione o alla conversione di strumenti di capitale al PONV.

Chiarito il significato del PONV, è possibile proseguire con la valutazione *ex ante*. Le disposizioni rilevanti del Regolamento SRM non determinano la metodologia secondo la quale la valutazione deve essere svolta.

La legislazione di Livello 1, vale a dire la BRRD e il Regolamento SRM, prevede principi generali che dovrebbero fornire una guida al perito indipendente nello svolgimento della valutazione e conferisce mandato all'ABE di sviluppare norme tecniche di regolamentazione che elaborino i criteri da utilizzarsi in tali valutazioni.

È espressamente previsto che la decisione dell'autorità di risoluzione dovrebbe assicurare una valutazione equa, prudente e realistica delle attività e passività di un'entità, essendo preclusa, tra l'altro, la presa in considerazione di eventuali aiuti di Stato a partire dal momento in cui è adottata l'azione di risoluzione o è esercitato il potere di effettuare la svalutazione o la conversione degli strumenti di capitale. In altri termini, è ragionevole argomentare che la data di riferimento della valutazione dovrebbe essere la data della risoluzione o, tenuto conto delle difficoltà pratiche di una tale simultaneità, una data il più vicino possibile a quella di risoluzione.

La valutazione è volta, in primo luogo, a stabilire se le condizioni per la risoluzione o per la svalutazione e la conversione degli strumenti di capitale siano soddisfatte. Il soddisfacimento delle condizioni per la risoluzione è legato ma non coincidente all'accertamento, da condurre in base all'art. 32 Direttiva BRRD, che un'istituzione è in dissesto o a rischio di dissesto, come specificati nelle *Guidelines* dell'ABE, adottate ai sensi dell'art. 32 BRRD.

Come chiarito nel considerando n. 51, questa valutazione “*equa e realistica*” può essere iniziata nella fase di intervento precoce e deve essere completata prima dell'adozione di qualunque azione di risoluzione.

La valutazione mira, in secondo luogo, ad informare la decisione dell'autorità di risoluzione sull'idonea azione di risoluzione e sugli strumenti da adottarsi. In questo contesto, è importante che la valutazione sia prudente al fine di non sottovalutare le perdite.

Quando il *bail-in* è applicato, la valutazione è volta a informare la decisione dell'ammontare della svalutazione e della conversione delle passività assoggettabili a tale strumento. La valutazione deve, inoltre, stimare il valore del capitale (*equity value*) successivo alla conversione delle azioni trasferite o emesse come corrispettivo, così da informare il tasso di conversione.

L'esigenza di pervenire ad una valutazione in tempi rapidi e la complessità della valutazione da svolgere hanno indotto il legislatore a consentire all'autorità di risoluzione di adottare azioni di risoluzione sulla base di una valutazione provvisoria. Quest'ultima ricorre quando la stessa non soddisfa i requisiti rilevanti previsti dall'art. 36 BRRD; in questo caso, la valutazione deve includere una riserva per perdite aggiuntive, con adeguata motivazione. Tutto ciò è volto a prevedere un sufficiente margine di apprezzamento per il valutatore, riducendo il rischio di sottostimare le perdite.

L'inclusione o la dimensione della riserva, avendo l'effetto di aumentare le passività, potrebbero in certi casi determinare l'entrata della banca in risoluzione o avere effetti sistemici negativi a causa della comparazione della valutazione con i dati pubblicati da altre banche.

Allo scopo di assicurare che l'interferenza con i diritti di proprietà degli azionisti e dei creditori sia legittima, la valutazione *ex ante* deve contenere una stima del controvalore fattuale nella situazione di insolvenza che i creditori otterrebbero se l'istituzione fosse soggetta all'ordinario procedimento di insolvenza, anziché alla risoluzione.

La salvaguardia del principio del NCWO si fonda sulla valutazione successiva da condursi da parte di un perito indipendente in conformità con l'art. 74 BRRD. Laddove il controvalore fattuale nella situazione di insolvenza sia maggiore del trattamento ricevuto nella risoluzione da parte degli azionisti e dei creditori o del sistema di garanzia dei depositanti, questi avranno diritto al pagamento della differenza da parte del Fondo (art. 75 BRRD).

La valutazione, dunque, fornisce informazioni fondamentali all'autorità di risoluzione allo scopo di prendere decisioni strategiche sulle azioni di risoluzione da adottare e su come eseguirle. Con specifico riguardo al *bail-in*, l'ammontare delle perdite stimate determina sia la misura della svalutazione e della conversione di passività sia le implicazioni sul trattamento di azionisti e creditori, compresa la connessa determinazione dei tassi di conversione. Questa è una fase delicata con potenziali conflitti tra i diritti dei creditori e i diritti di proprietà degli azionisti, entrambi soggetti a riduzioni.

La legislazione di Livello 1 fornisce indicazioni alle autorità di risoluzione circa le modalità per risolvere questi conflitti attraverso la previsione di principi generali. L'attenzione va, in particolare, rivolta all'art. 34 BRRD, che prevede:

a) i criteri generali per la distribuzione delle perdite, imponendo in prima battuta le perdite agli azionisti e successivamente ai creditori secondo l'ordine di priorità delle rispettive pretese nell'insolvenza, fatta eccezione per quanto previsto dalla Direttiva;

b) la salvaguardia dei diritti dei creditori per mezzo del principio NCWO. Tali norme informatrici sono ulteriormente sviluppate in criteri di alto livello contenuti in altre disposizioni della BRRD, come l'art. 47, relativo al trattamento degli azionisti in caso di esercizio del *bail-in*; l'art. 48 sulla sequenza della svalutazione e della conversione e l'art. 50, relativo ai tassi di conversione e alla loro determinazione con riguardo alle diverse classi di creditori. Benché il principio NCWO incorporato negli artt. 73 e 75 BRRD sia l'ultimo in senso numerico e tracci la linea rossa che non può essere varcata

dalla decisione dell'autorità di risoluzione, in realtà rappresenta il principio in base al quale lo strumento del *bail-in* deve essere esercitato.

In conformità con l'art. 47 BRRD, la combinazione dei criteri sopra menzionati implica che quando si esercita il potere di svalutazione o conversione degli strumenti di capitale o quando si applica il *bail-in*, le autorità di risoluzione devono prevedere:

a) « [l'annullamento] delle azioni esistenti o degli altri titoli di proprietà o il loro trasferimento a creditori soggetti a *bail-in*»;

b) « la diluizione degli azionisti e dei detentori di altri titoli di proprietà esistenti in conseguenza della conversione in azioni o altri titoli di proprietà », a patto che l'istituto, secondo la valutazione condotta in base all'art. 20 Regolamento SRM, abbia un valore netto positivo. Nel determinare l'alternativa da seguire, un'autorità di risoluzione dovrebbe avere riguardo all'ammontare degli strumenti CET1 da svalutare e da convertire così come all'ammontare aggregato delle passività da assorbire per mezzo dello strumento del *bail-in* al fine di assicurare la sua efficacia.

La prima ipotesi è il “*wipe-out*” degli azionisti, previsto dal legislatore quando il valore netto dell'istituto è pari a zero. Tale decisione sarà il risultato sia della valutazione *ex ante*, sia della stima preventiva del controvalore fattuale nella situazione di insolvenza. In questo caso, le azioni o gli altri strumenti di proprietà dovrebbero essere annullati o trasferiti a creditori nei confronti delle cui pretese è stato esercitato il *bail-in*.

Tale soluzione consegue al principio che richiede agli azionisti di sopportare le perdite per primi. L'annullamento deve comprendere sia i diritti economici che quelli amministrativi relativi alle azioni.

Aree grigie, tuttavia, possono ricorrere e devono essere prese in considerazione in situazioni particolari di non corrispondenza tra la valutazione positiva *ex ante* ai fini della risoluzione e la stima negativa del controvalore fattuale nell'insolvenza. In tal caso, non è agevole identificare

un'unica “*best policy option*” e le autorità di risoluzione devono poter contare su un'ampia gamma di scelte, compreso l'annullamento totale o parziale o il trasferimento di azioni o strumenti di proprietà, così come una forte diluizione. Devono essere preferite quelle azioni di risoluzione che meglio conseguono gli obiettivi della risoluzione delineati nell'art. 31 Direttiva 2014/59/UE, conformemente ai principi della risoluzione precisati nell'art. 34 della stessa Direttiva, incluso il NCWO.

Le autorità di risoluzione devono essere dotate di flessibilità per quanto riguarda la scelta tra l'annullamento o il trasferimento delle azioni: per esempio, quando le azioni sono quotate, il trasferimento può essere preferibile perché non interrompe gli scambi; un altro esempio riguarda azioni con diritti di voto particolari, la cui cancellazione potrebbe rendere la *governance* dell'istituto più agevole.

La seconda alternativa presa in considerazione dal legislatore europeo è la forte diluizione degli azionisti o dei detentori di altri strumenti di proprietà, quando sia la valutazione *ex ante* sia la stima *ex ante* del valore controfattuale nell'insolvenza indicano che l'istituto in risoluzione ha un valore netto positivo. In tale scenario gli azionisti e i detentori di altri strumenti di proprietà non vengono necessariamente esclusi dalla società, ma sono sanzionati in modo significativo per non aver provveduto all'aumento di capitale che avrebbe ripristinato la sostenibilità economica dell'istituto. Questo caso ricorre, in particolare, quando lo strumento del *bail-in* è stato esercitato nei confronti dei creditori nell'ottica di ricostituire il capitale regolamentare allo scopo di soddisfare le condizioni per l'autorizzazione.

La forte diluizione dovrebbe, inoltre, scoraggiare comportamenti opportunistici degli azionisti, impedendo loro di beneficiare di vantaggi, come il ripristino dell'attività della società e i profitti che conseguono all'adozione delle azioni di risoluzione. Anche a questo riguardo, peraltro, la citata area grigia può prevedere la diluizione come una soltanto delle varie opzioni disponibili all'autorità di risoluzione sola o in combinazione con altre, al fine di conseguire gli obiettivi della risoluzione.

Tenuto conto che agli azionisti non dovrebbe essere consentito di beneficiare di vantaggi derivanti dalla risoluzione, una questione da esaminare è se essi possano avere diritto a qualche forma di aggiustamento successivo all'azione di risoluzione sulla base della valutazione *ex post*. Posto che siffatta questione non è espressamente presa in considerazione dalla legislazione di Livello 1, da un lato, va riconosciuto che il diritto di proprietà degli azionisti deve essere protetto almeno al livello del valore controfattuale nell'insolvenza (NCWO), dall'altro lato, che non sussiste alcuna proibizione espressa di trattamento migliore.

I principi generali dell'arricchimento ingiustificato e gli argomenti di politica del diritto contrari a comportamenti opportunistici degli azionisti, peraltro, suggeriscono cautela: l'azzardo morale dovrebbe essere chiaramente scoraggiato e i creditori non dovrebbero subire effetti pregiudizievoli, così da non avere ripercussioni sul principio NCWO.

Le considerazioni sul trattamento degli azionisti sono d'aiuto per comprendere il quadro concettuale per determinare i tassi di conversione delle passività nell'applicazione del *bail-in*. Un'indicazione significativa è contenuta nell'art. 50 BRRD, che prevede i criteri generali da seguire in tali circostanze. Oltre ai possibili conflitti con gli azionisti, la determinazione dei tassi di conversione potrebbe implicare conflitti tra creditori avuto riguardo all'ordine di priorità delle pretese nel fallimento. Questo trattamento resta impregiudicato dal regime europeo della risoluzione bancaria, che non intende armonizzare il diritto fallimentare nazionale ma piuttosto lo considera come un presupposto per elevarlo a principio generale della risoluzione.

La questione attiene alla combinazione della determinazione dei tassi di conversione con il principio del NCWO, da un lato, e la priorità delle pretese nel regime nazionale dell'insolvenza, dall'altro.

Sulla base della formulazione della direttiva in discorso, e in particolare del suo art. 50, la risposta a questa domanda dovrebbe essere negativa, considerato che la direttiva non stabilisce che l'autorità di risoluzione debba

obbligatoriamente determinare tassi diversi di conversione, almeno nella misura in cui la sequenza della svalutazione o della conversione e i principi della risoluzione previsti all'art. 34 sono rispettati. Quando ciò non è possibile, le autorità di risoluzione dovrebbero determinare tassi diversi di conversione allo scopo di assicurare una compensazione adeguata ai creditori. Questa decisione sarà sostenuta dalla necessità di salvaguardare il principio del NCWO, che influenza l'esecuzione dello strumento di risoluzione. L'ordine delle pretese nel diritto nazionale dell'insolvenza è riflesso nei tassi di conversione in modo da garantire che ai creditori di primo rango vengano attribuiti tassi di conversione più elevati, rispettando al contempo la parità di trattamento dei creditori della medesima classe.

La decisione dell'autorità di risoluzione deve essere orientata dalla valutazione *ex ante* del trattamento dei creditori nella risoluzione e sulla stima *ex ante* del trattamento dei creditori nell'ipotetico scenario dell'insolvenza.

La Direttiva UE stabilisce, altresì, i criteri generali da applicare ai tassi di conversione del debito in capitale, sì che il creditore sia compensato delle perdite sopportate; ove siano applicati tassi diversi, alle passività di rango primario dovrà comunque calcolarsi un tasso maggiore rispetto a quelle di tipo subordinato: ad esempio, in ossequio al richiamato principio del NCWO, ove siano escluse passività dello stesso rango possono essere applicati tassi di conversione diversi, generando una maggior richiesta di *eligibles* dalle passività non escluse; il ricorso a tassi di conversione diverse impedirebbe ai creditori di sopportare un trattamento peggiore rispetto alla ordinaria procedura concorsuale.

In ogni caso, i tassi di conversione devono essere applicati nel rispetto dell'ordine gerarchico stabilito *ex lege*; con la conseguenza che ove, per una determinata classe, il valore residuo *post bail-in* fosse minore della valutazione compiuta *ex-ante*, l'Autorità di risoluzione dovrebbe applicare tassi di conversione più elevati per le passività *junior*.

Ciò non comporta *tout court* l'assoggettamento di azioni e altri titoli di proprietà all'applicazione di tassi oltremodo elevati ovvero che i correlativi diritti di proprietà non debbano trovare una qualche salvaguardia: spetterà in tal senso all'Autorità di risoluzione bilanciare le varie esigenze in gioco, evitando, per un verso, un trattamento *in pejus* ai creditori rispetto a quello derivante dall'ordinaria procedura concorsuale, e, per altro verso, applicando un adeguato tasso di conversione del debito.

In ogni caso, nel procedere alla conversione o alla svalutazione dei titoli di proprietà o delle passività l'Autorità di risoluzione dovrà tener conto anche dei due criteri-guida individuati dall'EBA:

1) adottare un trattamento di *par condicio* alle passività con lo stesso ordine di assoggettamento;

2) applicare il medesimo trattamento alle passività *eligibles*, in conformità alle previsioni della Direttiva 2013/36/UE e del Regolamento 575/2013.

4. Il conflitto tra continuità aziendale e soddisfacimento dei creditori: il principio del NCWO (*no creditor worse-off*)

Principio che deve orientare l'*agere* delle competenti Autorità nelle diverse fasi della procedura in discorso è quello del c.d. *no creditor worse-off* (NCWO).

Il principio, stabilito dall'art. 52, comma 2, lett. b), d.lgs. n. 180/2015, è confermato nel titolo VI, *Salvaguardie e tutela giurisdizionale*, all'art. 87, comma 1, d.lgs. n. 180 del 2105, ove si afferma che in caso di applicazione del *bail in*, gli azionisti e i creditori, i cui crediti siano stati ridotti o convertiti, non possono subire perdite maggiori di quelle che avrebbero subito se l'ente sottoposto a risoluzione fosse stato liquidato nel momento in cui è stata accertata la sussistenza dei presupposti per l'avvio della risoluzione.

Lo stesso art. 87, comma 2, d.lgs. n. 180/2015, prevede l'estensione dello stesso principio all'ipotesi in cui sia stata effettuata la cessione parziale dei diritti, attività o passività dell'ente sottoposto a risoluzione, stabilendo in questo caso che gli azionisti ed i creditori che non sono stati ceduti non debbano subire un trattamento peggiore di quello che avrebbero ottenuto se l'ente fosse stato liquidato.

Va, in primo luogo, ricordato che la disciplina subordina, ai sensi dell'art. 23 d.lgs. n. 180/2015, l'avvio della procedura di risoluzione alla valutazione preliminare sulle attività e sulle passività della banca.

Tale valutazione dell'autorità di risoluzione (v. *supra*), infatti, implica un preliminare apprezzamento del principio del NCWO. A tal fine devono essere prese in considerazione alcune ipotesi, tra le quali la durata della procedura di liquidazione coatta amministrativa, stimata in dieci anni, con una realizzazione degli attivi con operazioni di cessioni in blocco nei primi due anni; la stima dello scenario liquidatorio delle immobilizzazioni immateriali, delle attività fiscali, delle partecipazioni, delle immobilizzazioni materiali, dei crediti opportunamente svalutati a seconda che si tratti di crediti *in bonis*, in sofferenza o deteriorati, apportando quindi le dovute svalutazioni. Devono essere, inoltre, stimati i costi della procedura di liquidazione tra i quali quelli derivanti dall'interruzione anticipata dei rapporti di lavoro in relazione alle risorse impiegate, nonché dei costi per spese legali connesse al possibile contenzioso anche riferito alla formazione dello stato passivo⁶¹.

I valori del presumibile realizzo degli attivi al netto dei costi della procedura di liquidazione devono essere, quindi, rapportati al fabbisogno espresso dalla complessiva esposizione debitoria della banca, con una stima articolata in relazione alle differenti categorie di creditori sociali, nel rispetto dell'ordine di soddisfazione stabilito dalla legge in sede concorsuale, in modo tale da valutare l'avvenuto rispetto del criterio del NCWO.

⁶¹ COSÌ INZITARI, *Brrd, Bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. 180/2015)*, cit., p.23.

Pertanto, la valutazione della differenza di trattamento, effettua deve determinare il trattamento che azionisti e creditori e, se del caso, anche il sistema di garanzia dei depositanti, avrebbero ricevuto se l'ente fosse stato sottoposto a liquidazione coatta amministrativa e, quindi, accertare l'eventuale differenza di trattamento che essi hanno ricevuto per effetto delle azioni di risoluzione.

Ne deriva, quale logico precipitato, che l'art. 89, d.lgs. n. 180/2015 stabilisce un principio volto a mitigare *ex post* le conseguenze subite dagli azionisti e dai creditori per effetto dell'azione di riduzione e riconosce loro, laddove avessero subito perdite maggiori di quelle che essi avrebbero sopportato in caso di liquidazione coatta amministrativa, il diritto di ricevere a titolo di indennizzo una somma equivalente alla differenza determinata sulla base della valutazione della differenza di trattamento.

Tale diritto deve essere correttamente definito con riferimento alla figura dell'indennizzo e non del risarcimento del danno, in quanto non ha la funzione di reintegrare un danno contrattuale o extracontrattuale, né di porre rimedio alla violazione di un diritto assoluto o relativo, né tantomeno di rimediare ad un fattispecie di indebito; bensì, piuttosto, ha la funzione di riconoscere una somma a titolo di rettifica dei conteggi di stima precedentemente applicati e successivamente aggiornati.

Il principio di diritto dal quale muove la previsione dell'indennizzo previsto dall'art. 89, d.lgs. n. 180 del 2015 è il medesimo che regola la rettifica del contratto di cui all'art. 1430 cod.civ. Mentre in quest'ultima fattispecie le obbligazioni che discendono dalla rettifica del contratto ricadono sui contraenti che si sono avvantaggiati dell'errore di calcolo, secondo una logica che ripercorre la *ratio* dell'indebito, nel caso dell'indennizzo previsto dall'art. 89, invece, l'onere della corresponsione dell'indennizzo stesso non può certamente ricadere sull'ente-ponte cessionario dell'azienda bancaria o comunque sul patrimonio oggetto della cessione. I patrimoni di questi ultimi sono, infatti, estranei tanto ai procedimenti di conversione e riduzione a suo

tempo realizzati dall'autorità di risoluzione, quanto all'atto di cessione a suo tempo attuato dalla stessa.

Conseguentemente l'art. 89, comma 2, pone tale indennizzo a carico del fondo di risoluzione, il quale, sulla base dei nuovi dati, potrebbe a sua volta ridimensionare l'entità del suo intervento, compensando – quindi - l'onere dell'erogazione di tali indennizzi.

5. Profili di diritto internazionale privato

In un contesto internazionale e liberista come quello dei contratti finanziari, occorre volgere l'attenzione alla legge regolatrice di tali accordi e alle modalità per evitare che certe passività siano escluse dall'ambito di applicazione del *bail-in* in virtù della sottoposizione del contratto alla legge di uno Stato terzo che non preveda questo strumento .

In assenza di trattati internazionali o di disposizioni di legge sul riconoscimento degli effetti delle azioni di risoluzione, compreso l'esercizio del *bail-in*, possono sorgere dubbi circa l'effettiva attuabilità di questo strumento con riguardo ai contratti retti dalla legge di uno Stato terzo. L'introduzione del riconoscimento contrattuale del *bail-in* è una soluzione volta ad evitare che lo stesso sia eluso con la semplice scelta di una legge di uno Stato terzo, soluzione - questa - contenuta nell'art. 55 BRRD.

Nell'attuale fase di sviluppo internazionale della normativa sulla risoluzione bancaria, la soluzione del riconoscimento contrattuale va accolta con favore, in quanto mira a rafforzare l'efficacia degli strumenti di risoluzione in contesti transfrontalieri, scoraggiando comportamenti opportunistici dei soggetti vigilati.

L'inserimento di tali clausole mira a rendere il *bail-in* una questione contrattuale, con espresso riconoscimento ed accettazione da parte della controparte dell'ente di credito, delle conseguenze dell'azione dell'autorità di risoluzione sulle pretese contrattuali, restringendo così il rischio di

impugnazione dell'azione di risoluzione anche in relazione all'esercizio extraterritoriale del potere esecutivo/amministrativo.

A ben vedere, il *bail-in* delle passività rette dalla legge di uno Stato terzo non comporta necessariamente l'esercizio extraterritoriale di poteri pubblici, piuttosto ciò accade quando pregiudica creditori residenti o pretese localizzate in Stati terzi (con riguardo agli Stati membri l'efficacia transfrontaliera automatica è prevista dal legislatore stesso). In tali circostanze, la questione maggiormente problematica è l'opposizione all'esecuzione extraterritoriale del *bail-in* per la sua contrarietà all'ordine pubblico della legge dello Stato terzo che disciplina il contratto (*lex causae*).

Benché questo non sia in astratto un ostacolo all'assunzione da parte dell'autorità di risoluzione di una decisione di attuare il *bail-in*, in quanto essa può fare affidamento su disposizioni imperative del proprio ordinamento che impongono il *bail-in* delle passività ammissibili, l'autorità si esporrebbe al rischio di un rifiuto del riconoscimento degli effetti in uno Stato terzo. Tenuto conto che la clausola di scelta della legge applicabile è in genere completata dalla scelta di un foro competente appartenente alla medesima giurisdizione della legge applicabile, i creditori pregiudicati potrebbero impugnare l'ordine dell'autorità di risoluzione straniera per ostacolarne gli effetti sulle proprie pretese.

Al fine di porre rimedio a tali incertezze, gli accordi contrattuali devono prevedere il consenso del creditore ad essere vincolato dalla decisione dell'autorità di risoluzione dell'istituzione emittente relativa alla svalutazione o alla conversione del debito in azioni e quindi ad essere vincolato a “qualsiasi svalutazione del capitale o dell'importo ancora non corrisposto, conversione o cancellazione effettuate da un'autorità di risoluzione”. Per essere efficaci, tali clausole devono dimostrare di essere coercibili nel paese terzo, in particolare di non essere contrarie all'ordine pubblico della *lex causae*. A questo scopo, dovranno essere suffragate da una “*legal opinion*” attestante l'efficacia della clausola nello Stato in cui la stessa deve trovare riconoscimento.

L'ABE ha ricevuto mandato ai sensi dell'art. 55 BRRD, di sviluppare norme tecniche di regolamentazione al fine di specificare il contenuto dei termini richiesti. Il progetto di Regolamento sottoposto dall'ABE alla Commissione per la sua adozione, determina i requisiti che queste clausole devono rispettare, ma si astiene dal proporre clausole modello .

Di particolare rilievo giuridico è, inoltre, l'efficacia in Stati terzi dei provvedimenti di sospensione di certi termini contrattuali, in particolare quelli di risoluzione anticipata e recesso, che l'autorità di risoluzione può adottare al momento della decisione di risoluzione. Tali provvedimenti hanno l'effetto di impedire, specie avendo riguardo ai contratti derivati, che in pendenza dell'adozione delle misure di risoluzione le controparti dell'istituto in risoluzione azionino la clausola di risoluzione anticipata ed escutano le relative garanzie. In mancanza di una disposizione specifica nella BRRD, parallela a quella del riconoscimento contrattuale del *bail-in*, è stato il *Financial Stability Board* a sollecitare l'adozione di meccanismi contrattuali che consentano il riconoscimento contrattuale dell'efficacia di tali provvedimenti. In tale direzione muove l'*ISDA 2014 Resolution Stay Protocol*, che modifica su base volontaria, a seguito dell'adesione al protocollo stesso, i termini del *Master Agreement*.

6. Il *bail-in* nel sistema delle procedure concorsuali. Il ruolo della *par condicio creditorum* anche alla luce del NCWO *principle*.

Pare opportuno ricordare che, nella sua originaria formulazione, il *bail-in* doveva semplicemente servire come criterio di allocazione delle perdite finalizzato ad evitare il ricorso ai *taxpayers*.

Secondo una iniziale impostazione, il *bail-in* avrebbe dovuto costituire uno strumento di attuazione (immediata e diretta) del concorso e in detta forma si sarebbe dovuto integrare nel sistema tradizionale.

Ben presto, tuttavia, si capì che il *bail-in* avrebbe potuto essere d'aiuto anche prima del manifestarsi dello stato di insolvenza, per mitigare il rischio

di *spillover* sistemici e di *bank run*, non già quindi in funzione redistributiva (*investors rather than taxpayers*), bensì stabilizzatrice. La valorizzazione, allora, di queste ulteriori istanze ha fatto sì che il *bail-in* diventasse molto più che una semplice strategia di condivisione delle perdite e che intorno a questo rinnovato concetto si venisse a costruire un complesso di regole originali e distinte da quelle che governano lo svolgimento delle procedure concorsuali, rispetto alle quali la c.d. ricapitalizzazione interna rappresenta ormai una misura chiaramente alternativa.

Nonostante ciò, alcuni interpreti hanno manifestato la convinzione che l'attuazione della BRRD non abbia imposto un cambiamento radicale, ovvero che, al di là della specialità delle nuove tecniche, l'attuale quadro disciplinare di gestione delle crisi bancarie «lungi dal poter essere [considerato] nella prospettiva di un'assoluta autonomia o perfino autosufficienza regolamentare e sistematica ... possa e debba leggersi piuttosto all'insegna di una sostanziale coerenza con la logica ispiratrice, i principi generali e le dorsali disciplinari del diritto societario della crisi di impresa più ampiamente considerato»⁶².

Per quanto concerne nello specifico la riduzione coattiva degli strumenti di capitale e delle altre pretese ad essa assoggettabili, viene fatto rilevare come l'applicazione di questo rimedio autoritativo, invece della normale procedura di liquidazione, non porti ad alcun aggravio nella posizione dei soci e dei creditori bancari, dal momento che la normativa prevede espressamente che:

⁶² Secondo SPERANZIN, voce *Bail-in (e condivisione degli oneri)*, in *Dig. disc. priv.*, 2017, p. 36, il *bail-in* occuperebbe una posizione intermedia tra l'amministrazione straordinaria e la liquidazione coatta amministrativa (riservata ormai a situazioni di crisi irreversibile), come procedura adottabile in caso di prevedibile salvataggio della banca. Quel che parrebbe certo è che il sistema della risoluzione non si sovrappone e non si sostituisce a quello delle procedure comuni di insolvenza appena citate. Su questo aspetto, v. in particolare CAPOLINO, *Risanamento e risoluzione delle banche: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità*, in MANCINI- PACIELLO- SANTORO- VALENSISE (a cura di), *Regole e Mercato*, I, Torino, 2016, p. 632 e 653, la quale avanza il dubbio che la stessa relazione di alternatività con gli strumenti della risoluzione intercorra anche con gli altri istituti previsti dal diritto fallimentare italiano, come ad esempio l'accordo di ristrutturazione di cui all'art. 182- bis l. fall. Diversamente STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., p. 165, su cui però v. le opportune precisazioni di LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banc.bors tit.cred.*, 2016, p. 290.

a) l'intera operazione debba tenere conto di una valutazione prospettica (dell'attivo e del passivo) realizzata da un esperto indipendente (art. 51, d.lgs. n. 180/2015);

b) il peso delle perdite debba anzitutto essere fatto gravare sugli azionisti e poi, eventualmente, sui creditori, il tutto sempre nel rispetto del principio di parità di trattamento secondo l'ordine delle rispettive cause di prelazione [art. 52, comma 2 lett. a), d.lgs. n. 180/2015];

c) nessuno possa subire perdite maggiori di quelle che subirebbe in caso di fallimento della banca [art. 52, comma 2, lett. b), d.lgs. n. 180/2015].

In altri termini, esercitando il potere in questione l'autorità amministrativa non farebbe altro che anticipare su base prospettica un risultato (la perdita totale o parziale della pretesa) a cui comunque si giungerebbe nell'ipotesi di incapienza patrimoniale e che così, invece, può essere realizzato immediatamente, senza necessità di ulteriori passaggi che potrebbero solo nuocere al buon esito dell'operazione di risanamento.

Lo stesso *a fortiori* si dovrebbe affermare - stando sempre a questa tesi - per la successiva, eventuale, decisione di conversione forzata delle passività in azioni [art. 52, comma 1° lett d) ed e), d.lgs. n. 180/2015], la cui somiglianza con il procedimento di concordato in liquidazione coatta (sottoposto ad approvazione del tribunale anziché dei creditori) sarebbe talmente evidente da rendere ancor più agevole l'individuazione di una linea di continuità con il sistema anteriore⁶³.

Ed invero, non va dimenticato che l'ordinamento italiano è stato sempre all'avanguardia nella soluzione delle crisi bancarie e negli ultimi tempi si è

⁶³ Così PERRINO, op. cit., p. 288, che nota una differenza solo sul piano funzionale, nel senso che l'attribuzione di azioni o quote che nel concordato svolge una funzione essenzialmente satisfattiva, nel *bail-in* avrebbe invece il ruolo anche o soprattutto di strumento di coinvolgimento del capitale di credito nei costi del risanamento. La conclusione è condivisa da RULLI, *Dal salvataggio pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi della concorsualità e prime esperienze applicative*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2015, p. 296, il quale ritiene che la risoluzione non abbia introdotto «elementi destabilizzanti» (p. 296), nonostante non tenga «in alcuna considerazione la *par condicio creditorum*». In una posizione intermedia CAPOLINO, op. cit., p. 658 ss., per la quale la novità del nuovo regime riguarderebbe soprattutto il coinvolgimento dei creditori (un tempo sempre tenuti indenni) ed anche il fatto che adesso autorità amministrativa ha un diritto di intervento diretto, mentre prima aveva solamente il potere di convocare gli organi sociali per l'adozione dei relativi provvedimenti.

dimostrato anche molto recettivo nei confronti delle istanze di riforma provenienti dall'esterno, per cui è ragionevole che la risoluzione non segni una cesura netta ma si ponga piuttosto come un momento di sviluppo di alcune tendenze generali già in qualche misura presenti nel sistema fallimentare, quali in particolare la ricerca di soluzioni precoci, la preferenza per la continuità aziendale, la disponibilità nei confronti di rimedi che consentono di trasferire ai creditori il controllo dell'impresa dissestata.

D'altro canto, se si considerano le gravi perdite economiche subite dagli obbligazionisti in occasione della risoluzione delle quattro banche (v. *infra*), è difficile credere che la riforma abbia soltanto reso inevitabile un esito a cui già la legislazione anteriore avrebbe dovuto a rigore condurre se non fossero sistematicamente intervenuti gli aiuti privati o statali.

Occorre muovere dall'idea che, oltre ad essere un criterio di ripartizione degli oneri, il *bail-in* è, innanzitutto, un meccanismo operativo fortemente originale, che mira a risolleverare la situazione finanziaria della banca attribuendo all'autorità amministrativa l'inedito potere di disporre in modo immediato e diretto delle pretese creditorie sulla base di un mero conteggio prospettico, senza alcun accordo e senza che si venga neppure a creare un vero e proprio concorso.

Non si tratta perciò solo di una questione di tempi che si abbreviano, ma di principi che si affievoliscono, primo su tutti quello della *par condicio*⁶⁴, la cui applicazione all'interno del procedimento di *bail in* risulta compressa dalle eccezioni (legali e facoltative) previste dalla normativa sulla risoluzione, eccezioni che sfuggono alla logica comune privilegiati/chirografari, per obbedire invece a quella più incerta della tutela dell'interesse pubblico, in nome del quale l'Autorità ha ora la facoltà di determinare volta per volta, quindi in modo difficilmente prevedibile, l'ordine delle priorità.

⁶⁴ In questi termini, per tutti, CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, p. 23, il quale ravvisa una palese violazione della *par condicio creditorum*; LENER, *Bail-in: una questione di regole di condotta? Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio»*, cit., p. 1 ss.; CARRIÈRE, *Crisi bancaria e bail-in: prime noterelle sui decreti di recepimento della Direttiva BRRD*, cit., p. 10; RULLI, *Prevenire l'insolvenza. Dal salvataggio Pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi della concorsualità e prime esperienze applicative*, cit., p. 306.

In particolare, la questione sembra presentare due ordini di problemi.

Il primo è che le passività *bail-inable* non sono sempre note *ex ante* con la conseguenza che la verifica del rispetto del principio del NCWO non è agevole, non conoscendosi *a priori* quali siano i creditori nei cui confronti la regola debba trovare applicazione⁶⁵.

In secondo luogo, il principio pare non essere applicabile nel caso di risoluzione di gruppi che operano in più giurisdizioni, posto che la disciplina concorsuale non gode di una armonizzazione a livello europeo. L'applicazione del NWCO, in questi casi, dovrà avvenire a secondo una geometria variabile, dovendosi rispettare siffatta regola rispetto a più discipline concorsuali nazionali⁶⁶.

Peraltro, il principio ammette deroghe e la sua attuazione concreta può produrre gli effetti dell'applicazione delle regole della concorsualità ordinaria, ma solo *ex post* e, soprattutto, senza che ai creditori sia data la possibilità di interagire con una procedura nella formazione di un passivo. Infatti, vero è che la BRRD (art.34), il Regolamento n. 806/2014 (art. 15) e il d.lgs. n. 180/2015 (art. 22), nel disciplinare i principi della risoluzione, prescrivono che i creditori (e gli azionisti) debbano ricevere pari trattamento, dovendo subire le perdite secondo lo stesso ordine di priorità applicabile in sede concorsuale, ma è altrettanto vero che tutti i provvedimenti legislativi citati fanno salva l'ipotesi che sia diversamente previsto.

Tali questioni sono accentuate dalle incertezze della normativa nazionale relativa all'applicazione del *bail in*. Si abbia riguardo, in particolare, alla statuizione dell'art. 1, comma 33, del d.lgs. n. 181, con la quale è stato modificato l'art. 91 del d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385, puntualizzandosi l'ordine con cui i «commissari» devono procedere nel «pagamento dei crediti».

⁶⁵ LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banc.bor.tit.cred.*, 2016, pp. 287 e ss. RULLI, *Prevenire l'insolvenza. Dal salvataggio pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi della concorsualità e prime esperienze applicative*, in *Riv.trim.dir.ec.*, 2015, pp. 284 e ss.

⁶⁶ RULLI, *Contributo allo studio della disciplina della risoluzione bancaria. L'armonizzazione europea del diritto delle crisi bancarie*, Torino, 2017, pp. 54 e ss.

Viene qui introdotta una deroga a quanto previsto dall'art. 2741 c.c. e dall'art. 111 della L. fall. nella ripartizione dell'attivo», previa determinazione dell'elenco dei crediti che vengono soddisfatti «con preferenza rispetto agli altri crediti chirografari»; deroga nel cui ambito sono inclusi «gli altri depositi presso la banca» [lett. c)].

Secondo una dottrina⁶⁷, peraltro, il difetto di calcolabilità giuridica da più parti invocato e la violazione della regola della proporzionalità sarebbero di fatto neutralizzati dal principio del c.d. *no creditor worse off*, la cui applicazione dovrebbe assicurare che almeno sotto il profilo economico i creditori (individualmente considerati) non possano conseguire un risultato peggiore rispetto allo scenario atteso, cioè a quanto sarebbe loro spettato applicando i rigidi criteri della liquidazione.

In altre parole, vi sarebbe una soglia minima sotto la quale nessuno potrebbe scendere e sulla quale tutti potrebbero fare affidamento. Al limite qualcuno (i creditori esclusi dal *bail-in*) potrebbe conseguire di più di quanto si sarebbe potuto attendere e di più anche degli altri creditori di pari grado (non esclusi), ma questa eventualità non segnerebbe una vera deroga al principio della *par condicio*, perché in ogni caso il maggior valore ottenuto dagli uni rispetto agli altri non proverrebbe mai dal patrimonio sociale, bensì da fonti esterne (fondo di risoluzione) e per tale ragione potrebbe essere distribuito liberamente.

Da questo angolo visuale, fermo restando che il *bail-in* non contempla alcun coinvolgimento attivo dei creditori, l'operazione sembrerebbe assumere le fattezze di un concordato (coattivo) con apporto di nuova finanza, nel quale le risorse esterne assolvono il ruolo funzionale del mantenimento dell'operatività.

⁶⁷BLANDINI, How to overcome crisis (and oneself) without getting overcome : *la fiducia e il bail-in dal punto di vista del creditore*, in *Or.dir.comm.*, 2017, p. 15. Il potere di esclusione delle passività ammissibili deve comunque conformarsi ai principi sanciti nel Regolamento delegato (UE) 2016/860 della Commissione del 4 febbraio 2016 (rettificato dal Reg. UE 2016/2637), e laddove sia richiesto l'intervento del fondo di risoluzione anche al parere della Commissione (art. 49, comma 4, d. lgs. n. 180/2015).

Tanto premesso, appare utile ricordare che – secondo consolidata giurisprudenza - per poter legittimamente sfuggire alle regole del concorso è indispensabile che le nuove risorse non transitino neppure per un momento attraverso il patrimonio del soggetto debitore, giacché in caso contrario i creditori concordatari non potrebbero essere privati contro la loro volontà dei diritti che in base alla legge essi vantano sul suddetto patrimonio. Se questa è la regola, considerato che la ricapitalizzazione interna si basa su un meccanismo di tipo contabile, per cui l'apporto esterno eventualmente fornito dal fondo di risoluzione al posto e in aggiunta al contributo fornito tramite il *write-down* dai creditori stessi deve sempre, per definizione, comportare una variazione del patrimonio netto della società debitrice, appare difficile sostenere che la sua attribuzione selettiva - a beneficio dei soli creditori non *bail-inable* - sia conforme a *par condicio*⁶⁸.

Né tanto meno pare possibile affermare che il sistema delle esclusioni dal *bail-in* non comporti alcuna lesione della *par condicio creditorum* semplicemente perché è stabilito che ciascun creditore non possa ricevere meno di quanto avrebbe ricevuto nello scenario alternativo (*no creditor worse off*), in quanto ciò riflette solo un confronto rapportato sul singolo, mentre il principio del *pari passu* impone di compiere una valutazione massiva finalizzata a verificare che nessuno dei creditori abbia ricevuto un trattamento migliore avuto riguardo al patrimonio del soggetto debitore, in esso dovendosi ricomprendere anche ogni incremento eventualmente sopravvenuto, sia esso determinato da apporti esterni (contributo del fondo di risoluzione) oppure dall'apprezzamento di valori esistenti prodottosi in conseguenza dell'effetto non liquidatorio della procedura adottata.

Pertanto, tenuto conto ancora che in linea di massima le esclusioni dal *bail-in* foriere di trattamenti⁶⁹ differenziati non trovano rispondenza nella

⁶⁸ V. Cass., 8 giugno 2012, n. 9373, in *Fall.*, 2012, p. 1409; Trib. Milano 16 marzo 2013, in *Riv. dir. comm.*, 2013, p. 419; Trib. Padova 16 maggio 2011, in *Banc. bor., tit. cred.*, 2012, p. 222; Trib. La Spezia, 8 febbraio 2011, in *Fall.*, 2012, p. 731. In questo senso vedi in dottrina, tra gli altri, D'ATTORRE, *La finanza esterna tra vincoli all'utilizzo e diritto di voto dei creditori*, in <http://www.ilcaso.it/articoli/427.pdf>, p. 5.

⁶⁹ Cfr. Trib. Monza, 22 dicembre 2011, in www.ilcaso.it: «È equiparabile a finanza terza, e quindi liberamente destinabile dal debitore ai propri creditori, il maggior attivo conseguibile nel concordato preventivo, rispetto al

particolare causa del credito e non possono perciò essere assimilate ai privilegi, appare inevitabile ammettere che la ricapitalizzazione interna prevede una sospensione della *par condicio creditorum* la cui legittimità sotto il profilo costituzionale andrebbe valutata con attenzione⁷⁰.

In tal modo il principio del NCWO può porsi in contrasto con quello della *par condicio*, poiché entrambi costituiscono applicazione di una opzione di sistema, che ha nel *favor creditoris* l'antecedente storico, ma si tratta di prospettive diverse e si può osservare che, in caso di conflitto tra gli stessi, il principio del primato del diritto dell'UE imporrà di dare prevalenza al NCWO.

Il mancato rispetto della *par condicio* non costituisce l'unica variazione (*in peius*) imposta dal *bail-in* alla posizione dei creditori bancari (genericamente intesi) e neppure l'unica deviazione dal sistema, anzitutto delle procedure concorsuali.

Con riferimento al primo profilo, merita evidenziare come è improbabile che il principio del NCWO, per come è stato concepito, possa determinare una convergenza di risultato così perfetta da rendere senz'altro indifferente, in termini di convenienza per il singolo azionista/creditore, che l'autorità abbia preferito gestire la crisi sottoponendo l'ente a risoluzione, anziché a liquidazione coatta amministrativa.

Le ragioni che inducono a intravedere nella regola del NCWO un meccanismo di compensazione deficitario sono molteplici; tuttavia, tutte in qualche modo riconducibili al suo peculiare schema di funzionamento.

All'apparenza il meccanismo approntato dal legislatore europeo per evitare il configurarsi di una lesione a danno dei creditori è piuttosto semplice: qualora sulla base di una valutazione obbligatoria condotta da un esperto indipendente al termine delle operazioni di *write down* e/o di *debt conversion*

fallimento, grazie alla peculiarità della proposta concordataria». Nella specie trattavasi di nuove realizzazioni patrimoniali sorte grazie anche all'attività prestata gratuitamente dai soci, che hanno permesso di trasformare semi-lavorati in macchine finite.

⁷⁰ Così già PRESTI, op. cit., p. 357, secondo il quale la *par condicio* avrebbe ceduto la supremazia al nuovo principio generale del NCWO.

risulti che il creditore (o l'azionista) ha subito perdite maggiori di quelle che avrebbe subito in una liquidazione coatta amministrativa, si prevede che lo stesso abbia diritto a ricevere un indennizzo pari alla relativa differenza. Per ragioni di stabilità del *decisum*, non è invece concesso - salvo che per motivi di eccezionale urgenza l'operazione sia stata compiuta sulla base di una stima provvisoria - il diritto di ottenere un *write-up* dei titoli per lo stesso importo (art. 51, comma 3, d. lgs. n. 180/2015).

CAPITOLO III

IL RECEPIMENTO DELLA BRRD A LIVELLO INTERNO: PROFILI DI LEGITTIMITA' COSTITUZIONALE. LE ESPERIENZE DI ALCUNI ISTITUTI DI CREDITO ITALIANI

SOMMARIO: 1. Il recepimento della BRRD a livello interno: margine di discrezionalità degli Stati Membri – 2. Ordine di riduzione e conversione nel contesto del *bail-in* - 3. Profili di legittimità costituzionale del *bail in* - 3.1. Uno sguardo alle esperienze degli altri paesi Ue. L'esperienza austriaca: il caso Heta - 3.2 Le vecchie e le nuove esperienze italiane: il caso Tercas - 3.2.1 (Segue) Il “Caso Banca Di Romagna”: l'esercizio del potere di “*removal*” da parte della Banca d'Italia - 3.2.2 (Segue) Il caso delle “Tre Casse”: l'adozione di “misure di intervento precoce” per l'alleggerimento dei crediti deteriorati (“*NPL*’ s”) e la patrimonializzazione della banca - 3.2.3 (Segue) Il caso delle “Due Venete”: l'apertura della procedura di liquidazione coatta amministrativa e la contestuale cessione delle aziende delle due banche in crisi - 3.2.4 (Segue) il caso della Banca Monte dei Paschi di Siena

1. Il recepimento della BRRD a livello interno: margine di discrezionalità degli Stati Membri

Le tecniche di risoluzione appena delineate vanno a integrare un composito sistema interventistico basato su criteri innovativi; da qui la necessità di verificare, esaminato l'ordine di riduzione e conversione⁷¹ nel contesto del *bail-in*, se tale impianto disciplinare possa influenzare, sia pure di riflesso, le decisioni degli investitori.

Detta analisi implica, in primo luogo, la verifica di eventuali margini di discrezionalità riconosciuti dalla normativa ai regolatori nazionali in sede di recepimento della direttiva 2014/59/UE; verifica volta ad accertare la sussistenza del rischio di difformità tra le normative a livello domestico, cui può conseguire una maggiore o minore convenienza ad investire in determinati titoli, a seconda delle regole di *bail-in* cui è sottoposto l'ente emittente.

⁷¹ Se la riduzione è funzionale ad assorbire le perdite dell'ente in dissesto, la conversione dei crediti serve a ricapitalizzarlo per mezzo di un'operazione che non passa per gli ordinari strumenti di diritto societario in tema di aumento di capitale.

Passando ad un puntuale esame della normativa in esame, l'art. 1, comma 2, BRRD offre espressamente la possibilità agli Stati Membri di effettuare modifiche in sede di recepimento. Più precisamente, è consentito ai legislatori nazionali di «*adottare o mantenere disposizioni più rigorose*» o aggiungerne delle altre rispetto a quelle individuate dal provvedimento europeo; purché le integrazioni siano di «*applicabilità generale*» e non si pongano in contrasto con le disposizioni contenute nella direttiva in discorso. Ne consegue il riconoscimento, agli Stati, di autonomi ambiti operativi, benché circoscritti, fermo restando il rispetto dei principi contemplati dalla direttiva. Al riguardo, dunque, ci si deve domandare in che misura, sia stato possibile intervenire, a livello nazionale, sull'ordine di priorità dei soggetti che, a vario titolo, saranno coinvolti nel salvataggio delle banche. Dati, infatti, per associati i criteri di massima stabiliti, sul punto, dalla normativa europea, sembrano essere permesse manovre integrative sull'assetto dei creditori così delineato.

In linea con tale criterio ordinatorio si sono mossi il legislatore tedesco e quello spagnolo, che hanno considerato di abbassare, con approcci diversi, la soglia di protezione di taluni titoli *senior unsecured* con priorità rispetto alle altre passività non garantite.

Alla stessa stregua, i decreti legislativi nn. 180 e 181, approvati dal governo italiano e pubblicati sulla Gazzetta Ufficiale n. 267 del 16 novembre 2015, contemplano la cd. *depositor preference* estesa, tecnica che consente di allargare a tutti i depositi il trattamento riservato a quelli non garantiti di persone fisiche e PMI (interbancari e quelli delle grandi imprese). Tale modifica nasce dall'esigenza di non creare discriminazioni tra creditori, sì da scongiurare eventuali possibili contenziosi in sede di applicazione del procedimento di salvataggio; circostanza quest'ultima tenuta ben presente dalla Banca centrale europea nel parere espresso il 16 ottobre 2015 sui due decreti legislativi in parola.

In tale occasione, la BCE ha ritenuto che «*l'assegnazione di un rango più elevato a tutti i depositi*» dovrebbe minimizzare «*il rischio di pretese di indennizzo basate sul principio per cui nessun creditore può subire perdite*»

maggiori di quelle che avrebbe subito secondo una normale procedura di insolvenza»⁷²

Sotto altro aspetto, la direttiva stabilisce che ciascuno Stato Membro debba designare l'autorità deputata ad esercitare i poteri di risoluzione; in particolare, qualora detto ruolo venga assegnato alle medesime entità chiamate a svolgere, altresì, compiti di vigilanza, il legislatore comunitario demanda, alle singole legislazioni nazionali, la fissazione di criteri di indipendenza operativa idonei ad evitare la commistione tra la funzione di supervisione e quella di risoluzione (art. 3 BRRD).

Tuttavia, si riscontra un differente approccio dei legislatori europei nella definizione di tale problematica. Significativa è la diversità di orientamenti riscontrabili in Francia ed in Italia; ciò in quanto mentre la prima ha proceduto, con specifico provvedimento legislativo, alla costituzione di un collegio di risoluzione all'interno dell'Autorità di vigilanza stessa; la seconda ha – invece - incaricato la Banca centrale nazionale (autorità designata a svolgere anche compiti di vigilanza) ad adottare adeguate misure organizzative per assicurare la congrua procedura di risoluzione⁷³.

A ciò si aggiunga che la BRRD consente all'Autorità di risoluzione di escludere, integralmente o parzialmente, in fase di applicazione del *bail-in*, talune passività altrimenti assoggettabili alla procedura in parola. Al riguardo, si fa presente che la regolazione europea riconosce ampi margini di valutazione all'Autorità di risoluzione nazionale, la quale è tenuta ad accertare che, sul piano delle concretezze, non sussistano «tempi ragionevoli» per "coinvolgere" talune passività; inoltre, la medesima Autorità potrà escludere dalla tecnica di salvataggio, depositi (altrimenti ammissibili) detenuti da persone fisiche e da micro, piccole e medie imprese se viene ravvisata la presenza di un rischio, derivante dal loro utilizzo, di perturbazione grave al funzionamento dei mercati finanziari.

⁷² Ci si riferisce al parere della BCE del 16 ottobre 2015 relativo al risanamento e alla risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento (CON/2015/35); parere consultabile sul sito internet della Banca centrale europea.

⁷³ Rileva, al riguardo, la recente istituzione, al proprio interno, da parte della Banca d'Italia dell'Unità di risoluzione e gestione delle crisi mediante la deliberazione del Consiglio Superiore della Banca d'Italia del 23 luglio 2015

Da qui la configurabilità di un impianto disciplinare che, per le considerazioni esposte, appare orientato ad attribuire un significativo potere discrezionale all'Autorità di risoluzione; donde, la fondata preoccupazione di assicurare che stime di tal genere avvengano nel rispetto pieno dei principi di indipendenza dell'ente deputato ad effettuare dette verifiche.

Le analisi empiriche dimostrano che le banche italiane, mediamente, raggiungono la soglia dell'8% facendo ricorso al capitale e ai debiti subordinati, laddove, invece, negli altri gruppi bancari europei detta soglia viene conseguita avendo riguardo anche alle passività non garantite⁷⁴. Si tenga, altresì, presente che, la disciplina europea impone agli istituti di credito di detenere un ammontare minimo di passività assoggettabili al *bail-in*; ammontare nel quale non vanno computati i depositi che godono della «preferenza nella gerarchia della procedura di insolvenza»⁷⁵.

Se ne deduce che la linea comportamentale di detenere presso più banche conti corrente di ammontare inferiore alla soglia *bail-in*izzabile, rappresenta una possibilità che, oltre ad essere, poco conveniente (in termini di costi), appare, dunque, ingiustificata.

Si è in presenza, dunque, di una disciplina che addossa ai clienti il peso della valutazione sulla solidità della banca nella quale riporre i propri risparmi. A ciò si aggiunga, l'aumento del rischio connesso all'acquisto di strumenti finanziari che potrebbero essere suscettibili di assoggettabilità al *bail-in* cui consegue, tuttavia, il correlativo incremento del rendimento (al riguardo, rileva il prevedibile maggiore profitto derivante dalle obbligazioni subordinate rispetto a quelle senior emesse, ad esempio, da istituti in difficoltà). Conseguenza di tale realtà normativa, deve ritenersi la corretta

⁷⁴ Dati confermati dai vertici della Banca d'Italia secondo la quale i principali 15 gruppi bancari italiani raggiungono la soglia dell'8 per cento del passivo facendo ricorso unicamente agli strumenti di capitale, senza perdite nemmeno per i detentori di obbligazioni senior; laddove in nessun caso verrebbero compromessi i depositi superiori ai 100.000,00 euro.

⁷⁵ Cfr. l'art. 12, par. 16, del Regolamento UE n. 806 del 2014. Come è specificato nella Relazione illustrativo ai decreti legislativi attuativi della direttiva 2014/59/UE, è verosimile che l'autorità di risoluzione si orienti verso valori e composizione che consentano di garantire il soddisfacimento del requisito minimo di condivisione degli oneri con azionisti e creditori, pari all'8% del totale passivo, senza rischiare di dover applicare il *bail-in* almeno ai depositanti non protetti.

applicazione della disciplina Mifid, si da assicurare, sul piano delle concretezze, il rispetto degli «obblighi di trasparenza e correttezza stabiliti per l'emissione, il collocamento, la negoziazione degli strumenti più rischiosi presso la clientela al dettaglio⁷⁶».

E' evidente, dunque, l'interrelazione della regolazione in esame con la disciplina preposta alle corrette scelte di investimento della clientela bancaria⁷⁷.

Criticità sono state ravvisate nella possibile introduzione, in sede di recepimento della direttiva in parola, di disposizioni che modificano, seppure entro certi limiti, l'ordine di priorità in ragione del quale i privati vengono chiamati a rispondere del dissesto della banca. Eventualità, quest'ultima, che rischia di creare modelli disciplinari diversi, in spregio alle finalità di armonizzazione che la disciplina comunitaria stessa si è prefissa.

Ne consegue, dunque, la necessità di migliore coordinamento tra le normative nazionali in materia, si da evitare di vanificare gli scopi che la direttiva ha inteso perseguire e di impedire, al contempo, il fenomeno di frammentazione del mercato all'interno dell'Unione.

⁷⁶ In questi termini, si esprime PANETTA, *Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano nella prospettiva della vigilanza europea in riferimento all'esame degli Atti del Governo n. 208 e n. 209 relativi al risanamento e risoluzione degli enti creditizi e imprese di investimento*, Audizione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia presso il Senato della Repubblica in data 29 ottobre 2015, p. 11, consultabile sul sito ufficiale della Banca d'Italia.

⁷⁷ E' di tutta evidenza, infatti, che una scelta di investimento consapevole non possa prescindere dalla conoscenza dei rischi connessi all'acquisto di strumenti finanziari potenzialmente suscettibili di poter essere assoggettati a procedura di risoluzione secondo le regole di *bail-in*. Sugli obblighi di correttezza e di trasparenza delle condotte degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento, si rinvia, per tutti, a PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario, a Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di Capriglione, Padova, 2015, p. 547 ss.; SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, p. 25 ss; ID., *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta (Relazione al Convegno "La disciplina civilistica dei contratti di investimento"*, Milano, 22 maggio 2009), in *Riv. dir. priv.*, 2009, p. 93 ss. Con riguardo alle novità introdotte in materia dalla MiFID II ed in particolare alla disciplina della *product governance* e la sua interazione con le regole di condotta, cfr. TROIANO, *La product governance*, in *La MiFID II. Rapporti con la clientela. Regole di governance. Mercati*, a cura di Vincenzo Troiano e Raimondo Motroni, Padova, 2016, p. 213 ss.

2. Ordine di riduzione e conversione nel contesto del *bail-in*

Gli artt. 48 BRRD e 52 e ss. d.lgs. 180/2015, nel definire la allocazione del *bail-in*, prevedono l'ordine con cui le autorità di risoluzione devono procedere alla riduzione e/o conversione delle obbligazioni di un ente in dissesto:

- a) capitale primario di classe 1 (*Common Equity Tier 1*).

Ed invero, al fine di valutare la solidità patrimoniale delle banche vengono impiegati degli indicatori, chiamati *ratio*. Il parametro più utilizzato per valutare la solidità di una banca è, infatti, il *CeT 1* (*Common equity Tier 1*) *ratio*, il rapporto tra *CeT 1*⁷⁸ (rappresentato principalmente dal capitale ordinario versato) e le attività ponderate per il rischio. Secondo le norme della Banca centrale europea, il *Cet 1 ratio* deve essere superiore all'8%. Più alto è il *Cet 1*, maggiore è la solidità dell'istituto bancario e, dunque, delle sue azioni e *bond*.

Ogni istituto bancario a inizio anno riceve dalla Bce un livello minimo "personalizzato" di *Cet 1* da rispettare. Se il *Cet 1* scende sotto la soglia fissata, l'istituto deve rafforzare il patrimonio. In caso di grave squilibrio, può scattare la risoluzione e il *bail in*. In altri termini, sono le azioni (anche quelle privilegiate e di risparmio che potrebbero essere escluse dal patrimonio di base/*Core Tier 1*) a dover assorbire le perdite derivanti dall'attività della banca⁷⁹;

⁷⁸ Gli strumenti di "capitale primario di classe 1" (su cui v. ACCETTELLA, *L'Accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'UE*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, p. 501 ss.) devono avere le specifiche caratteristiche dettate nell'art. 28, par. 1, Reg. (UE) n. 575/2013; FRIGENI, *Le s.p.a. bancarie dopo Basilea III. Struttura patrimoniale e finanziaria*, Milano, 2013, pp. 102 ss., sottolinea che «la funzione di assorbimento delle perdite in condizione di continuità aziendale rappresenta il fulcro dell'intera disciplina: ... è previsto che questi strumenti, rispetto a tutti gli altri strumenti di raccolta di "fondi propri", sopportino la prima e (proporzionalmente) maggiore quota delle perdite man mano che queste si verificano nel corso dell'attività» (p. 111); per un approfondimento sugli strumenti destinati a comporre il CET1 e l'AT1 e sul problema della sopportazione delle perdite *pari passu*; BOATTO, *Strumenti finanziari partecipativi emessi da s.p.a. bancarie: loro computabilità tra i "fondi propri", capacità di assorbimento delle perdite e ordine di esposizione al procedimento di "riduzione o conversione" ai sensi degli artt. 27 e ss. d.lgs. 180/2015*, relazione al Convegno di Orizzonti del diritto commerciale, Roma, 17-18 febbraio 2017.

⁷⁹ Cfr. Istruzioni di Vigilanza per le banche, Titolo IV, Capitolo I, Sezione II.

- b) strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1 ⁸⁰(*Additional Tier 1 instruments*): essi possono essere considerati i *bond* più vicini ai titoli azionari. Si tratta di obbligazioni «perpetue», che assicurano alle banche emittenti la stabilità patrimoniale necessaria per far fronte ad eventuali scenari di stress finanziario;
- c) strumenti di capitale di classe 2⁸¹ (*Tier 2 instruments*): è il patrimonio supplementare delle banche, composto da riserve di valutazioni e da un'ampia schiera di strumenti innovativi di capitale e ibridi;
- d) altri debiti subordinati (secondo la gerarchia prevista dalle norme fallimentari);
- e) altre passività ammissibili (secondo la gerarchia prevista dalle norme fallimentari).

Il principio generale è quello secondo cui gli azionisti assorbono le perdite prima dei creditori subordinati e, solo una volta esaurita tale categoria, le autorità di risoluzione possono imporre perdite ai creditori più senior.

Tuttavia, le autorità di risoluzione possono derogare a siffatto principio generale nel caso in cui l'ente abbia un patrimonio netto positivo. In tale contesto, le autorità di risoluzione possono, dopo aver allocato le perdite principali agli azionisti e ridotto o cancellato la maggior parte degli strumenti di capitale, convertire obbligazioni subordinate o anche obbligazioni senior in strumenti di capitale.

Pertanto, l'assorbimento delle perdite attraverso il *bail-in* avviene nell'ordine progressivamente correlato al diverso grado di rischiosità della posizione creditoria, sulla base di quanto indicato dall'art. 52, d.lgs. n. 180/2015. Fino alla concorrenza delle perdite può essere disposta la riduzione

⁸⁰ Le caratteristiche degli strumenti di "capitale aggiuntivo di classe 1" sono fissate negli artt. 52-54 del reg. (UE) n. 575/2013: si tratta di strumenti "perpetui" (cioè privi di una scadenza predeterminata), la cui remunerazione può avere natura di "dividendi" o di "interessi".

⁸¹ Sugli strumenti e contratti di prestito di "capitale di classe 2" [art. 63 Reg. (UE) n. 575/2013], v. FRIGENI, *Le s.p.a. bancarie dopo Basilea III*, cit., p. 119 ss.

delle riserve, delle azioni ordinarie, degli strumenti ibridi, delle obbligazioni subordinate, delle obbligazioni non subordinate (*senior*) dei depositi⁸².

Peraltro, uno dei pilastri della BRRD e del d.lgs. n. 180/2015 è costituito dall'assunto secondo il quale il *bail in* può operare ed avere efficacia a condizione che le banche siano dotate di un livello di passività suscettibili di essere allo stesso assoggettate in adeguato rispetto alle esigenze di assorbimento che le situazioni di crisi o di dissesto possono rendere necessarie. A tal fine viene previsto uno specifico obbligo di dotazione di passività idonee ad essere assoggettate al *bail in* .

Spetta alla Banca d'Italia, secondo quanto previsto dall'art. 50, d.lgs. n. 180 del 2015, il compito di fissare per ciascuna banca il requisito minimo di passività soggette al *bail in*. Esso viene determinato nella misura necessaria a far sì che il soggetto abbia risorse sufficienti (vale a dire passività soggette al *bail in*: passività *eligible* o *bailinable*) affinché l'eventuale avvio di una procedura di risoluzione possa consentire il raggiungimento degli obiettivi di risoluzione già descritti all'art. 21, d.lgs. n. 180 del 2015.

Tali condizioni si realizzano laddove:

a) le passività siano sufficienti ad assorbire le perdite e assicurare il rispetto dei requisiti prudenziali e di capitale previsti per l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria;

⁸² L'art. 96 *bis*.1 TUB, aggiornato dal decreto legislativo 16 novembre 2015 e dal successivo d.lgs. 15 febbraio 2016, n. 30, nel disciplinare i sistemi di garanzia dei depositanti, stabilisce che sono ammissibili al rimborso i crediti relativi ai fondi acquisiti dalla banca con obbligo di restituzione sotto forma di depositi o sotto altra forma (conti correnti, conti di deposito nominativi, depositi di risparmio nominativi), gli assegni circolari e gli altri titoli di credito ad essi assimilabili, sino all'ammontare di € 100.000 per ciascun depositante. Il limite appena indicato non si applica, ai sensi del comma 4 dell'art. 96 *bis*.1, nei nove mesi successivi al loro accredito ai depositi di persone fisiche aventi ad oggetto importi derivanti da: a) operazioni relative a corrispettivi derivanti dal trasferimento o dalla costituzione di diritti reali su unità immobiliari adibite ad abitazione; b) divorzio, pensionamento, scioglimento di rapporto di lavoro, invalidità o morte; c) pagamento di prestazioni assicurative, risarcimenti, indennizzi per danni da reato contro la persona o per ingiusta detenzione. Ai fini del calcolo del limite di rimborso di euro 100.000 viene, altresì, specificato al comma 5 che: a) il conto intestato ad un ente senza personalità giuridica viene inteso come unico deposito indipendentemente dal fatto che una pluralità di soggetti partecipi all'ente come socio o come associato; b) nel caso di cointestazione del conto a ciascuno dei cointestatari viene riconosciuto il pieno indennizzo nel rispetto dei limiti della propria quota e fino alla concorrenza di euro 100.000 per ciascuno dei cointestatari; c) le somme che costituiscono oggetto di deposito rimborsabile debbono essere calcolate al netto della compensazione di eventuali debiti del depositante esigibili al momento degli effetti del provvedimento di liquidazione coatta amministrativa.

b) le passività siano adeguate al profilo di rischio della banca;

c) le passività siano idonee a fronteggiare le eventuali ripercussioni negative sulla stabilità finanziaria che potrebbero derivare dal dissesto della banca anche per effetto del contagio di altri enti⁸³.

3. Profili di legittimità costituzionale del *bail-in*

Gli ampi poteri attribuiti all'autorità di risoluzione per rendere la risoluzione fattibile e, per l'effetto, l'imposizione delle perdite in capo ad azionisti e creditori subordinati sollevano interrogativi, che impongono di verificare se tali limitazioni implicino l'incisione di diritti fondamentali e se tale incisione sia proporzionata e ragionevole rispetto agli scopi che la nuova disciplina persegue.

Sotto il primo profilo, il meccanismo di svalutazione delle azioni potrebbe implicare la lesione, oltre del diritto al risparmio (v. *infra*), dell'attività di impresa, del principio di ragionevolezza, soprattutto del diritto di proprietà, diritto fondamentale protetto dalla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (Carta di Nizza), dalla Convenzione Europea per la Salvaguardia dei Diritti dell'Uomo (CEDU) e dalle Costituzioni nazionali degli Stati Membri.

La svalutazione e la conversione delle passività possono essere qualificate come atti di espropriazione pubblica, la cui validità è soggetta alla conformità con condizioni di diritto sostanziale e procedurale che pongono limiti all'azione della pubblica autorità. Ciò è riconosciuto espressamente dal regime della Direttiva (e dal Regolamento SRM) dove è previsto che l'azione di risoluzione sia intrapresa soltanto se necessaria nel pubblico interesse e le eventuali interferenze con i diritti di azionisti e creditori derivanti da quest'azione siano compatibili con la Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea. A questo riguardo occorre fare riferimento in particolare all'art. 16, relativo alla libertà d'impresa, e all'art. 17, relativo al diritto di proprietà, che

⁸³ Inzitari, op. cit. p.17.

devono essere interpretati ed applicati conformemente all'art. 52 della Carta di Nizza⁸⁴.

La disposizione da ultimo richiamata contiene i criteri generali in base ai quali può essere limitato il godimento dei diritti fondamentali, prevedendo che le restrizioni debbano essere «*previste dalla legge e rispettare il contenuto essenziale di detti diritti e libertà*». Devono, inoltre, essere soggette al principio di proporzionalità e possono essere imposte solo laddove siano necessarie e rispondano effettivamente a finalità di interesse generale riconosciute dall'Unione o all'esigenza di proteggere i diritti e le libertà altrui.

L'art. 52, inoltre, chiarisce che quando la Carta contiene diritti corrispondenti a quelli garantiti dalla CEDU, il significato e la portata degli stessi sono uguali a quelli conferiti dalla suddetta convenzione. La possibilità del diritto UE di prevedere una più ampia protezione è, peraltro, salvaguardata. Alla luce di siffatto riferimento interpretativo, che è in linea con l'accessione alla CEDU prevista dal Trattato di Lisbona, la giurisprudenza sviluppata dalla Corte Europea per i Diritti dell'Uomo (Corte EDU) ricopre uno speciale rilievo.

Occorre premettere che la CEDU prevede la protezione del diritto di proprietà all'art. 1, del Protocollo 1, a mente del quale:

«1. Ogni persona fisica o giuridica ha diritto al rispetto dei suoi beni. Nessuno può essere privato della sua proprietà se non per causa di pubblica utilità e nelle condizioni previste dalla legge e dai principi generali del diritto internazionale.

2. Le disposizioni precedenti non portano pregiudizio al diritto degli Stati di porre in vigore le leggi da essi ritenute necessarie per disciplinare l'uso dei

⁸⁴ Cfr. art. 52, rubricato "*Portata dei diritti garantiti*", v. par. 1: "Eventuali limitazioni all'esercizio dei diritti e delle libertà riconosciuti dalla presente Carta devono essere previste dalla legge e rispettare il contenuto essenziale di detti diritti e libertà. Nel rispetto del principio di proporzionalità, possono essere apportate limitazioni solo laddove siano necessarie e rispondano effettivamente a finalità di interesse generale riconosciute dall'Unione o all'esigenza di proteggere i diritti e le libertà altrui...".

beni in modo conforme all'interesse generale o per assicurare il pagamento delle imposte o di altri contributi o delle ammende».

La Corte EDU ha affermato che tale disposizione comprende tre regole: la prima consiste nel principio del pacifico godimento della proprietà; la seconda prevede che la privazione della proprietà sia sottoposta a determinate condizioni e la terza riconosce che gli Stati parti della Convenzione abbiano il diritto di imporre che la proprietà venga utilizzata conformemente all'interesse generale.

La Corte EDU ha chiarito come tali regole non siano distinte, vale a dire separate le une dalle altre, poiché la seconda e la terza concernono particolari istanze ed interferenze con il pacifico godimento del diritto di proprietà e, quindi, debbano essere costruite alla luce del principio generale enunciato nella prima: l'evizione della proprietà privata deve, pertanto, essere sottoposta al giudizio di conformità con le tre regole suddette.

È necessario preliminarmente chiarire l'ambito della nozione di “beni” protetti dalla disposizione in parola e se essa vi ricomprenda azioni e crediti. Al riguardo, è possibile affermare come la Corte EDU abbia adottato un'interpretazione estensiva di “beni”, elaborando una nozione autonoma rispetto alle categorie nazionali. Essa, infatti, include beni mobili ed immobili, materiali ed immateriali e diritti pecuniari come azioni, crediti e lodi arbitrali. Per quanto riguarda specificamente le azioni, la Corte EDU ha affermato che *«share in a company is a complex object»; l'azione, infatti, certifica la titolarità dei diritti incorporati in essa incluso «the right to a share of the company's assets in the event of its being wound up, [and] other unconditioned rights, especially voting rights and the right to influence the company's conduct»* e conclude che, avendo un “valore economico”, devono essere considerate alla stregua di “beni” nel senso dell'art. 1 del Protocollo 1.

Per completezza è bene ricordare che la Corte EDU ha affermato che gli azionisti, per quanto riguarda la protezione dei diritti individuali, godono di una legittimazione ad agire indipendente dalla società alla quale partecipano,

raggiungendo la medesima conclusione anche per il trattamento dei crediti ai fini dell'applicazione dell'art. 1, del Protocollo 1.

La citata interpretazione estensiva della nozione di “*beni*” ha, peraltro, consentito di includere le pretese private nell'ambito di applicazione dell'art. 1, del Protocollo 1, comprese le pretese monetarie basate su contratto, illecito e arricchimento ingiustificato, nei limiti in cui siano esistenti ed abbiano un valore economico.

Al fine di essere considerata ammissibile, l'interferenza dello Stato nel diritto di proprietà deve soddisfare la seconda e la terza regola in precedenza enunciate. La seconda regola richiede che l'interferenza dello Stato sia legittima, vale a dire regolata da un atto giuridico che preveda salvaguardie procedurali e soddisfare il requisito della certezza del diritto si da evitare azioni arbitrarie.

Con riguardo alla risoluzione, il requisito della legalità è soddisfatto dall'adozione della BRRD e dal Regolamento SRM come rispettivamente applicabili e dagli atti attuativi europei e nazionali e la tutela giurisdizionale contro le decisioni a carattere espropriativo dell'autorità di risoluzione è assicurata dall'art. 85 BRRD.

Secondo la terza regola, la privazione della proprietà deve avvenire per motivi di interesse pubblico. Nell'ambito del Regolamento SRM ciò è riflesso nel requisito secondo il quale la risoluzione debba soddisfare gli obiettivi della risoluzione, inclusa la continuità delle funzioni essenziali, la stabilità finanziaria e la protezione dei depositanti e che tali fini non potrebbero essere raggiunti attraverso un procedimento normale d'insolvenza.

La giurisprudenza della Corte EDU riserva un ampio margine di apprezzamento agli Stati contraenti nella definizione dell'interesse pubblico, in particolare in questioni di politica economica quali le crisi bancarie dove la stabilità finanziaria può essere compromessa.

La sentenza *Grainger*, relativa alla nazionalizzazione di *Northern Rock*, costituisce un precedente significativo. Richiamandosi alla giurisprudenza precedente, la Corte EDU ha osservato che «*because of their direct knowledge of their society and its needs, the national authorities are in principle better placed than the international judge to appreciate what is in the public interest on social or economic grounds, and the Court will generally respect the legislature's policy choice unless it is "manifestly without reasonable foundation"*». In particolare, la Corte EDU ha condiviso l'opinione espressa dalla *Court of Appeal* inglese, secondo la quale «*given the exceptional circumstances prevailing in the financial sector, both domestically and internationally, at the relevant time, a wide margin of appreciation is appropriate*».

L'esistenza di un interesse generale che può ammettere l'interferenza statale nei diritti di proprietà è soggetto ad un test di proporzionalità che richiede un giusto equilibrio tra «*demands of the general interest of the community and the requirements of the protection of the individual's fundamental rights*» .

Nonostante la CEDU non preveda un diritto all'indennizzo, la Corte EDU ha avuto modo di affermare che la privazione di proprietà senza indennizzo equivarrebbe ad un'interferenza sproporzionata nel diritto di proprietà individuale e che «*a total lack of compensation can be considered justifiable under Article 1 of Protocol No. 1 only in exceptional circumstances*». Secondo la Corte EDU, l'indennizzo deve essere «*reasonably related to the value of the property*».

La BRRD determina il giusto equilibrio nel *counterfactual insolvency value*, basato sul tasso di recupero delle proprie pretese in caso di liquidazione. Nell'ottica dei limiti imposti all'azione dell'autorità di risoluzione, il principio del NCWO implica che se il controvalore fattuale nell'insolvenza è pari a zero, nessun indennizzo è dovuto. Di contro, dove il controvalore fattuale nell'insolvenza è positivo, le persone espropriate nel corso della risoluzione non possono essere soggette ad un trattamento peggiore rispetto a quello cui sarebbero state sottoposte in caso di insolvenza. Qualora vengano

assoggettate ad un trattamento peggiore per opera delle azioni di risoluzione, il giusto equilibrio deve essere soddisfatto con il pagamento di un indennizzo pari alla differenza tra il trattamento cui avrebbero avuto diritto e quello subito.

Al fine di assicurare la corresponsione dell'indennizzo, il Regolamento SRM attribuisce al Fondo il pagamento della differenza. L'esistenza di un tale "backstop", peraltro, non deve avere l'effetto di incoraggiare le autorità di risoluzione a onerare il Fondo dei costi della risoluzione, perché ciò sarebbe in contraddizione con il principio in base al quale i costi della risoluzione devono essere ridotti al minimo. Inoltre, è espressamente previsto che il Fondo non possa essere usato per assorbire direttamente le perdite o per ricapitalizzare l'ente creditizio e che qualora il Comitato decida di escludere dall'esercizio del *bail-in* alcune perdite astrattamente allo stesso soggette, debba essere seguita la procedura speciale prevista dall'art. 27 del Regolamento SRM.

3.1 Uno sguardo alle esperienze degli altri paesi UE. L'esperienza austriaca: il caso Heta

Nel panorama di recepimento della BRRD e, quindi, del *bail-in* all'interno degli Stati Membri dell'UE è necessario volgere lo sguardo verso altre esperienze che hanno già avuto modo di misurarsi con l'operatività di simili strumenti.

In questo senso appare utile, allora, esaminare la sentenza del 3/28 luglio 2015 resa dalla Corte costituzionale austriaca con riferimento alla vicenda del salvataggio della banca austriaca *Hypo Alpe Adria Bank Internationale AG*⁸⁵.

Con tale decisione la Corte Costituzionale austriaca - sebbene non si sia pronunciata direttamente sulla disciplina di attuazione della direttiva - ha, tuttavia, avuto modo di analizzare la legittimità sotto il profilo costituzionale di

⁸⁵ Per un commento al provvedimento (3 – 28 luglio 2015, G 239/2014-27, G 98/2015-27), cfr. DI BRINA, "Risoluzione" della banche e "Bail-in" alla luce dei principi della Carta fondamentale dell'UE e della Costituzione nazionale, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2015, pp. 184 e ss. e GUIZZI, *Il Bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. quale lezione da Vienna?*, cit., pp. 1485 e ss.

una serie di previsioni, che avevano consentito all'autorità di vigilanza austriaca di imporre, seppure nell'ambito di un modello di soluzione della crisi che nel caso concreto si era strutturato ancora principalmente secondo le linee del *bail-out*, un parziale sacrificio pure ai sottoscrittori di obbligazioni, proprio secondo la logica del *debt write-down* previsto dalla direttiva.

Per la migliore comprensione del ragionamento seguito dalla Corte austriaca, pare opportuno prendere avvio dalla vicenda che ha dato origine al giudizio.

Hypo Alpe Adria Bank Internationale AG era una banca controllata dal *Land* tedesco della Baviera e partecipata anche da quello austriaco della Carinzia, che era l'ambito territoriale di origine e, dunque, di principale operatività per l'istituto, ancorché la sua attività si fosse poi largamente ramificata, nel tempo, anche nei Balcani, nell'est Europa e nel nord Italia.

Nel corso del 2009 la banca è stata chiamata a fronteggiare una grave situazione di difficoltà finanziaria, determinata da non corrette politiche di credito e i cui effetti risultavano amplificati dalla generale crisi degli ultimi anni, tale da portarla sul punto dell'apertura di una procedura di insolvenza.

Al fine di scongiurare siffatta eventualità, il governo austriaco ha proceduto, dapprima, alla nazionalizzazione della banca. Ciò ha determinato un congelamento della garanzia fino al 2014, quando in Austria è stata approvata una legge (c.d. *HaaSanG*), con la quale è stata disposta la cancellazione di alcuni debiti subordinati.

In particolare, si è proceduto ad un'opera di riorganizzazione societaria, che metteva capo, da un lato, alla separazione delle attività ancora capaci di produrre una redditività, che venivano allocate nella nuova *Alpe Hadria*, e, dall'altro lato, alla creazione di una c.d. *Abbaueinheit (Unità)*, denominata HETA, vale a dire di una società veicolo nella quale far confluire, oltre alle passività della vecchia banca, tutta la componente *non performing* dell'attivo (tra cui anche alcuni rami aziendali, come in particolare quello in Italia) e il

cui scopo era la realizzazione di tali *assets* cercando di massimizzarne il valore.

Tale opera di riorganizzazione è stata compiuta attraverso un complesso intervento normativo, frutto di diversi testi legislativi approvati *ad hoc* e seguiti da provvedimenti attuativi adottati dal *Finanzmarktaufsicht* (FMA), l'autorità austriaca di vigilanza sul mercato finanziario operante quale autorità di risoluzione della crisi.

Per quanto di specifico interesse in questa sede - dopo aver ricollocato sul mercato la proprietà della nuova banca - il governo austriaco, che ha conservato il controllo di HETA nella sopradescritta prospettiva liquidatoria e che si è gravato di un ulteriore intervento di sostegno di siffatta società in un ordine di grandezza stimato in circa € 3,9 miliardi, ha imposto, sulla base di quanto disposto dal par. 3 della legge per il risanamento di *Alpe Hadria*, l'onere di concorrere allo sopportazione delle perdite di HETA anche ai possessori di obbligazioni subordinate, sancendo segnatamente per tutti coloro che avessero sottoscritto siffatti titoli con scadenza anteriore al 30 giugno 2019 l'azzeramento del diritto al rimborso, appunto secondo la logica del *debt write down*, e sopprimendo, altresì, per costoro anche la garanzia rilasciata dal *Land* della Carinzia.

Ciò, allora, comportò il sorgere di diverse questioni di legittimità costituzionale, che hanno finito per coinvolgere l'intero complesso normativo attraverso cui si è scandito il processo di riorganizzazione e risanamento di *Alpe Hadria* e, comunque, in subordine delle disposizioni indicate, in quanto ritenute in contrasto con le norme della Legge costituzionale austriaca, della CEDU e della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione in tema di tutela della proprietà, nonché più in generale per violazione del principio di uguaglianza.

La Corte austriaca ha accolto i ricorsi, dichiarando la contrarietà ai principi costituzionali delle sopraindicate disposizioni.

Il Tribunale costituzionale ha mosso dall'esame della censura riguardante la contrarietà di una misura di *debt write-down* con le guarentigie

costituzionali della proprietà, affermando (parte IV del considerato in diritto) – e in questo senso in piena consonanza con la giurisprudenza della Corte di Strasburgo formatasi in relazione alla delimitazione dell'ambito applicativo dell'art. 1, del primo protocollo addizionale della CEDU - che il principio di inviolabilità del diritto di proprietà, se non in forza di una espressa disposizione di legge e in presenza di un pubblico interesse, ha un ambito assai esteso e che, pertanto, esso può riguardare anche le pretese dei creditori nascenti da rapporti contrattuali di diritto privato (par. 2.2.3.2.1), quali sono quelle dei possessori di obbligazioni subordinate incise dalla disposizione del par. 3 della legge costituzionale austriaca e dal consequenziale provvedimento amministrativo adottato dal FMA.

Del resto – prosegue la Corte costituzionale - il carattere ablatorio insito nella misura della riduzione del valore nominale di un credito non solo è particolarmente penetrante, ma è piuttosto estremo, in quanto tale misura finisce per andare oltre il limite di ammissibilità tradizionalmente ritenuto dalla giurisprudenza costituzionale (quella interna, come quella di Strasburgo), laddove si è affermato che l'atto espropriativo nell'interesse pubblico concerne 'il bene ma non il valore, atteso che al contrario "l'azzeramento del valore nominale del credito riguarda invece non già 'il bene', ma piuttosto e proprio 'il valore'" (par. 2.2.3.3).

E, tuttavia, pur riconoscendo la cennata contraddizione, la Corte austriaca non ha escluso che di per sé anche un simile intervento possa superare indenne il vaglio di conformità ai principi costituzionali, purché siffatta penetrante limitazione del diritto del creditore non sia sproporzionata e irragionevole rispetto all'interesse pubblico che si è inteso in concreto perseguire.

La Corte austriaca enfatizza, in altri termini, nella propria motivazione, la necessità, in casi del genere, di procedere a uno stretto scrutinio di costituzionalità in ordine all'esistenza dell'interesse pubblico, che si deve presentare, pertanto, in termini particolarmente penetranti.

Orbene, nel caso di specie, la Corte Costituzionale austriaca non ha negato la fondatezza delle argomentazioni addotte in via di principio dal governo austriaco, il quale ha sostenuto in causa che la misura sia più che giustificata in un contesto in cui si tratta, per un verso, di evitare "un ulteriore appesantimento degli oneri delle finanze pubbliche nel perseguimento della missione di HETA", e, per altro verso, di evitare, se si lasciasse HETA al fallimento, non solo "una rovinosa corsa agli sportelli nelle banche ancora controllate da HETA" ma anche "gli effetti sistemici che l'insolvenza produrrebbe sul mercato bancario" (par. 2.2.2) e poi in particolare sul tessuto economico del *Land* della Carinzia.

Al contrario, la Corte non solo ha riconosciuto che la "necessità di condurre un processo di risanamento strutturato della vecchia *Alpe Hadria* - anche in considerazione della notoria dimensione delle perdite di questo istituto e delle implicazioni socio economiche - costituisca un interesse pubblico di indiscutibile importanza", ma ha sottolineato, altresì, come "al legislatore spetti un'ampia sfera di discrezionalità quando, come nella specie, si tratti di scegliere, da una prospettiva *ex ante*, tra diverse necessarie misure tutte collegate con difficili decisioni economiche di tipo prognostico e si deve, sulla base di una valutazione delle diverse possibili conseguenze, prendere una decisione economicamente rischiosa" e che pertanto "la Corte nulla può opporre al legislatore, nell'ambito di uno scrutinio di costituzionalità, ad una ammissibile limitazione del diritto di proprietà, quando egli si sia orientato per uno scenario di 'liquidazione' piuttosto che di 'insolvenza'" dal momento che "la scelta tra molteplici strumenti tutti in principio appropriati rientra nella sua discrezionalità" (par. 2.2.3.4.1).

Quel che la Corte, piuttosto, si è chiesta è se interessi pubblici siffatti potessero permettere di qualificare come non irragionevole la misura in concreto adottata, consistente nella decisione di azzerare il valore nominale soltanto di alcune obbligazioni subordinate. Ed è allora, qui, secondo i Giudici di Vienna, che si è registrato il *vulnus* ai principi costituzionali.

Dopo aver rammentato, infatti, come non sia possibile predicare la irragionevolezza in sé "della scelta del legislatore di far partecipare a un processo di riorganizzazione i creditori con una riduzione dei loro crediti" dal momento che "in principio effetti equiparabili si realizzano in casi di insolvenza" e che una "una tutela assoluta dei diritti patrimoniali non rientra comunque nello statuto costituzionale della proprietà" (par. 2.2.3.4.2.1) e che un simile problema nemmeno può farsi discendere dalla distinzione operata dalla legge tra le obbligazioni subordinate e quelle, per così dire ordinarie, giacché le prime "in caso di disavanzo sono esposte a un rischio più elevato" sicché "le rilevanti differenze tra le une e le altre non rendono la disciplina irragionevole" (par. 2.2.3.4.2.1), la censura della Corte si è rivolta alla scelta del legislatore di differenziare il trattamento tra creditori appartenenti ad un'unica classe, quella appunto dei subordinati, unicamente sulla base di un dato estrinseco, quale la circostanza che i crediti fossero destinati a scadere prima o dopo il 30 giugno 2019, e dunque sulla base del fatto meramente contingente rappresentato dall'appartenere ad una, piuttosto che altra emissione.

Si è trattato, allora, secondo la Corte, di una differenziazione che non poteva essere giustificata sulla base delle mere e contingenti esigenze, invocate dal governo austriaco, di costruzione del piano finanziario quinquennale di HETA, e la cui irragionevolezza è poi ulteriormente attestata dal fatto che "diversamente da quanto stabilito al § 162, Abs. 6, BaSag" (ossia appunto la disciplina che nell'ordinamento austriaco ha trasposto la BRRD) "il § 3 della Carta costituzionale austriaca neppure sancisce il principio per cui i creditori nell'ambito della liquidazione di HETA non vengano comunque a subire una riduzione del loro credito diversa da quella cui sarebbero esposti in una procedura di insolvenza" (par. 2.2.3.4.2.3).

Esaurito l'esame della prima questione, la Corte austriaca è passata, quindi, a trattare il secondo dei prospettati dubbi di legittimità, vale a dire quello concernente l'eliminazione, sempre per il medesimo gruppo di

obbligazionisti subordinati, della garanzia di rimborso rilasciata, all'atto dell'emissione, dal *Land* della Carinzia.

In questo caso la risposta della Corte costituzionale è stata nel senso dell'irragionevolezza di siffatta limitazione del diritto del creditore, sempre sotto il profilo della contrarietà alle norme che delineano la tutela costituzionale della proprietà.

Le difese prospettate dal governo federale sul punto sono state sostanzialmente due. Per un verso, si è allegato come la cancellazione della garanzia rappresentasse un elemento complementare e necessario al processo di ristrutturazione di HETA, dal momento che se la Carinzia avesse dovuto onorare il debito, quest'ultima avrebbe poi potuto agire in via di surrogazione legale nei diritti degli obbligazionisti contro la stessa HETA ai sensi del par. 1358 dell' ABGB (vale a dire la norma del codice civile austriaco corrispondente al nostro art. 1203 cod.civ.), così sostanzialmente vanificando l'effetto dell'azzeramento delle obbligazioni (par. 2.3.1); per altro verso, si è sostenuto, invece, che la misura era preordinata ad evitare che lo stesso *Land* della Carinzia venisse a trovarsi in una situazione di insolvenza, la quale si sarebbe riflessa inevitabilmente anche sullo Stato federale comportando ulteriori costi per quest'ultimo nel rifinanziamento di HETA (sempre par. 2.3.1).

La Corte austriaca ha disatteso, tuttavia, con nettezza entrambi gli argomenti. Quanto al primo i Giudici di Vienna hanno osservato che, "anche a prescindere dalla considerazione che è già l'azzeramento delle obbligazioni subordinate disposta dal par. 3, prima proposizione, HaaSanG ad essere costituzionalmente illegittimo, sicché lo scopo di assicurare gli effetti utili di tale misura non può assumere rilevanza", l'argomento evocato non risultasse comunque decisivo, atteso che il medesimo obiettivo avrebbe potuto essere egualmente realizzato dal legislatore, nell'esercizio della propria discrezionalità, in maniera più rispettosa dei diritti degli obbligazionisti, per esempio semplicemente prevedendo "l'esclusione, a valle dell'adempimento da

parte del garante, del diritto di quest'ultimo di surrogarsi al creditore nei diritti contro il debitore principale" (par. 2.3.3.1).

Per quel che concerne il secondo argomento, il Tribunale costituzionale ha osservato, invece, che la dichiarata necessità di "evitare che il *Land* potesse trovarsi in una situazione economica non sostenibile" non fosse sufficiente, nel caso concreto, per giustificare l'azzeramento anche della garanzia, atteso che un simile rischio "non appare plausibile, specie considerando che il valore complessivo della garanzia oggetto dell'intervento ablatorio è pari a circa 0,8 milioni di euro su di una esposizione complessiva del *Land* che ammonta ancora a circa 10,2 miliardi di euro" (par. 2.3.3.2).

In altri termini, ha concluso sul punto la Corte austriaca, anche tale intervento costituisce un limite irragionevole apposto al diritto degli obbligazionisti subordinati, giacché, per un verso, questi devono poter continuare a fare affidamento sull'esistenza della garanzia rilasciata dal *Land* "proprio con l'obiettivo di finanziare l'espansione dell'Istituto di credito" e che presenta, tra l'altro, un contenuto rafforzato in quanto sostanzialmente assicurativo, mentre, per altro verso, la liberazione del *Land* dagli obblighi a suo tempo assunti "nulla ha a che vedere con il processo di liquidazione di HETA" (par. 2.3.3.2).

A conclusione di tale argomento, occorre rammentare come la sentenza della Corte di Giustizia 19 luglio 2016 abbia ricordato come la compressione del diritto di proprietà attuata con il *bail-in* sia giustificata dal bilanciamento con i prevalenti interessi pubblici al salvataggio delle banche: che si tratti di un'espropriazione o, come dovrebbe più correttamente dirsi con la Corte costituzionale austriaca, di una particolare conformazione del diritto di proprietà all'interesse pubblico, non pare essere questione di particolare rilevanza, rimanendo ferma l'applicazione del nuovo istituto secondo criteri di ragionevolezza.

Ne deriva che l'uso delle categorie costituzionali e in particolar modo degli artt. 3, 24, 41, 42, 47 Cost.; degli artt. 16 della Carta di Nizza; art. 1 del

Primo Protocollo addizionale CEDU dovrà costituire, in futuro, il parametro per valutare i dettagli della complessa disciplina del *bail-in*.

Non è da escludere che si possa giungere, su specifici profili e aspetti di disciplina, a valutazioni divergenti tra le Corti costituzionali nazionali e la Corte di Giustizia dell'Unione, dandosi così, come ha insegnato la Corte costituzionale tedesca con la sentenza *Lissabon*, valore non meramente teorico alla dottrina costituzionale dei controlimiti del diritto costituzionale nazionale rispetto al diritto dell'Unione.

Ciò potrà condurre a una nuova feconda stagione di applicazione dei principi costituzionali al diritto commerciale e bancario. Oltre ai profili di diritto sostanziale, l'approfondimento costituzionale dovrebbe volgersi al sistema di tutela della posizione dei soggetti pregiudicati dal *bail-in*, alla luce dei principi di cui all'art. 24 Cost..

3.2 Le vecchie e le nuove esperienze italiane: il caso Tercas

In Italia la crisi delle imprese bancarie si è manifestata con un notevole ritardo rispetto ai momenti nei quali essa si è verificata fuori dall'Europa e all'interno dell'Unione Europea.

Ciò è stato dovuto, probabilmente, alla circostanza che le banche italiane erano – e sono tuttora – caratterizzate da una attività di natura prevalentemente commerciale (cioè di sostegno alle imprese) piuttosto che finanziaria (cioè di investimento in prodotti finanziari).

Per tale ragione la crisi delle imprese bancarie italiane è stata provocata principalmente dalla crisi della “economia reale” – cioè quella espressa dall'attività economica delle imprese – che, in un primo momento, è stata sopportata dalle banche con la drastica diminuzione dei proventi e, quindi, della redditività; mentre, in un secondo momento, ha causato anche crisi patrimoniali, in conseguenza delle ingenti perdite sopportate a seguito dei numerosi *default* delle imprese finanziate dalle banche.

In passato, infatti, in Italia il sostegno alla ristrutturazione degli enti creditizi è avvenuto attraverso interventi del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi (FIDT), autorizzati dalla Banca d'Italia sulla base degli artt. 96 *bis* T.U.B. e 29 dello statuto del FIDT, che prevedono la possibilità di intervento in due casi: quando sussistano prospettive di risanamento e quando sia prevedibile un minor onere rispetto a quello riveniente dall'intervento in caso di liquidazione.

Nel caso della banca TERCAS (Cassa di Risparmio della Provincia di Teramo s.p.a.), in sofferenza e sottoposta ad amministrazione straordinaria, nel 2013 la Banca d'Italia ha autorizzato un intervento di sostegno attraverso l'erogazione da parte del FIDT di un contributo a fondo perduto di 265 milioni di euro per la copertura del deficit patrimoniale al fine di consentire alla Banca popolare di Bari di contenere in modo significativo l'onere della acquisizione della banca TERCAS e di un ulteriore contributo a titolo di garanzia sino a 30 milioni di euro a copertura degli oneri fiscali che fossero dovuti nel caso in cui il predetto contributo a fondo perduto di 265 milioni di euro non avesse beneficiato dell'esenzione dalla imposizione fiscale .

In altri termini, sino al momento della crisi della Banca TERCAS la soluzione di gran lunga più praticata per il superamento delle crisi bancarie era stata rappresentata da:

- a. assoggettamento della banca in crisi alla procedura di liquidazione coatta amministrativa (bancaria);
- b. immediata cessione dell'azienda bancaria ad altro istituto di credito (sulla base di una situazione patrimoniale di riferimento provvisoria, destinata ad essere "consolidata" a seguito di attività accertative e valutative condotte d'intesa tra procedura di l.c.a. e banca cessionaria), con subentro (pressoché) "universale" nelle attività, passività, e rapporti pendenti della banca assoggettata a l.c.a.;
- c. intervento del F.I.T.D. a colmare lo "sbilancio di cessione" tra attività cedute e (maggiori) passività accollate – con effetto liberatorio –

alla banca cessionaria, con apporti di entità progressiva sino alla ultimazione delle attività funzionali alla predisposizione della “situazione patrimoniale di trapasso” definitiva ;

d. liquidazione degli attivi residui della banca assoggettata a l.c.a. (prevalentemente rappresentati dalle azioni di responsabilità verso gli ex esponenti aziendali) per il soddisfacimento delle passività (marginali) non trasferite alla banca cessionaria – quali i costi della procedura di l.c.a..

Tuttavia, in relazione a siffatto intervento la Commissione europea ha avviato il procedimento di cui all'art. 108, par. 2, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (carattere abusivo dell'aiuto di Stato) ed ha ritenuto, dopo una lunga interlocuzione con le autorità italiane, che tale intervento, in quanto volto a prevenire il fallimento di un ente creditizio, costituisse aiuto di Stato, suscettibile di comportare un vantaggio selettivo, con distorsione della concorrenza e incidenza sugli scambi degli Stati Membri. La Commissione ha, altresì, ritenuto che la natura privatistica del FIDT non escludesse il carattere pubblico dell'intervento, in quanto quest'ultimo agisce in adempimento di un mandato pubblico autorizzato, coordinato e deciso dalla Banca d'Italia.

Stando all'orientamento europeo, il Governo ebbe pochi margini per tentare di salvare gli istituti di credito in sofferenza mediante il FIDT, non godendo del consenso nel merito della Commissione europea e, allo stesso tempo, non avrebbe nemmeno potuto servirsi di un intervento pubblico di sostegno alle banche in crisi, essendo nel frattempo mutato il quadro regolatorio.

Conseguentemente con decisione del 23 dicembre 2015, [C (2015)9526], la Commissione ha imposto all'Italia il recupero dell'intero aiuto di Stato concesso, con riferimento a Banca TERCAS, dal FIDT.

Pertanto, a far tempo dal 2013, tale soluzione non risulta più praticabile, essendo stato considerato il descritto intervento del F.I.T.D. alla

stregua di un “aiuto di Stato”, come tale tendenzialmente vietato dalla normativa europea.

Infatti, la situazione venutasi a creare con la dichiarazione di illegittimità dell’apporto del F.I.T.D. per la soluzione della crisi di Banca Tercas – comportante l’obbligo di Banca Popolare di Bari di restituire al F.I.T.D. l’importo ricevuto, con la conseguente necessità di doversi fare carico dello “sbilancio di cessione” dell’azienda acquisita – fu risolta grazie alla istituzione dello “Schema Volontario” del “Fondo”, costituito dal sistema bancario italiano con risorse “private” aggiuntive, rappresentate dalle stesse somme retrocesse da Banca Popolare di Bari, ritornate nella disponibilità delle banche – attraverso il F.I.T.D. così “ristorato” – ed immediatamente fatte affluire allo “Schema Volontario” .

3.2.1 (Segue) Il “Caso Banca di Romagna”: l’esercizio del potere di “removal” da parte della Banca d’Italia

A seguito della BRRD, la Banca di Italia può adottare misure di intervento precoce allo scopo di indirizzare la gestione della banca in crisi verso soluzioni che consentano il superamento delle difficoltà emerse.

Si inquadra in questo contesto il provvedimento adottato nel luglio 2016 nei confronti di una Banca dell’Emilia Romagna (il Credito di Romagna), in cui per la prima volta la Banca d’Italia si è avvalsa dello strumento del c.d. “removal”, vale a dire della facoltà di azzerare i vertici della banca: Consiglio di Amministrazione, Collegio Sindacale, Direttore Generale.

Contestualmente all’adozione di tale provvedimento la Banca d’Italia ha:

- 1) disposto che venisse convocata l’assemblea dei soci della banca entro 30 giorni;
- 2) disposto che l’assemblea eleggesse il nuovo consiglio di amministrazione ed il nuovo collegio sindacale e nominasse il nuovo direttore generale, previa espressione del “gradimento” della stessa Banca d’Italia;

3) disposto che il nuovo Consiglio di Amministrazione predisponesse in tempi brevi un programma di rafforzamento della banca, anche in funzione della successiva cessione a terzi.

3.2.2 (Segue) Il caso delle “Tre Casse”: l’adozione di misure di intervento precoce per l’alleggerimento dei crediti deteriorati (“NPL’S”) e la patrimonializzazione della banca

Anche nel corso dell’anno 2017 la Banca d’Italia ha affrontato le situazioni di crisi di tre Casse di Risparmio (Cassa di Risparmio di Rimini; Cassa di Risparmio di Cesena; Cassa di Risparmio di San Miniao), che presentavano profili problematici comuni, costituiti principalmente da:

1) elevati livelli di crediti deteriorati, che inducevano a temere, in prospettiva, la formazione di rilevanti perdite;

2) requisiti patrimoniali tendenti a sfiorare i livelli minimi richiesti dalla rigida regolamentazione del settore bancario, anche (o proprio) in considerazione delle temute perdite collegate all’elevato livello di crediti deteriorati.

Il risanamento delle “Tre Casse” è stato ottenuto dalla Banca d’Italia con l’adozione di misure dalla stessa qualificate di intervento precoce ai sensi di quanto previsto dalla normativa nazionale (T.U.B.).

La Banca d’Italia, in particolare, ha disposto che le “Tre Casse” convocassero in via d’urgenza una riunione dei rispettivi consigli di amministrazione, imponendo che all’ordine del giorno di tali riunioni fossero posti:

- la valutazione della situazione aziendale;
- l’individuazione di una soluzione concreta e percorribile volta a realizzare una ripatrimonializzazione della banca;
- la definizione di un piano di interventi al fine di ottenere la riqualificazione del portafoglio prestiti, anche mediante operazioni di cessione,

in una misura tale da consentire una riduzione del grado di immobilizzo dell'attivo; la riduzione delle attività di rischio e una più efficiente allocazione delle esigue risorse patrimoniali;

- azioni correttive volte a favorire in tempi contenuti il ripristino di adeguati equilibri reddituali,

- una politica di *funding* (raccolta di denaro da parte di un emittente, tipicamente un'azienda, una banca o uno Stato) volta ad assicurare nel continuo adeguate riserve di liquidità.

A seguito di tali disposizioni le “Tre Casse” hanno dato corso ad una importante operazione di riordino, attuata attraverso:

- a) la deliberazione di importanti aumenti di capitale;

- b) la sottoscrizione degli aumenti di capitale da parte del FITD (“Schema Volontario”);

- c) l'acquisizione del controllo delle “Tre banche” da parte del fondo stesso;

- d) la vendita delle “Tre Casse”, da parte del Fondo, ad un gruppo bancario di sperimentata solidità (il Gruppo Credit Agricole), ritenuto in grado di provvedere al loro risanamento.

3.2.3 (Segue) Il caso delle “Due Venete”: l'apertura della procedura di liquidazione coatta amministrativa e la contestuale cessione delle aziende delle due banche in crisi

La liquidazione coatta amministrativa della banca, disposta dal Ministro dell'Economia e delle Finanze su proposta della Banca d'Italia, comporta la cessazione dell'attività bancaria. La azienda bancaria, o singoli sportelli bancari, possono essere ceduti ad una o più di altre banche.

La cessione dell'azienda bancaria ad una o più banche può richiedere il sacrificio di una parte dei creditori della “vecchia banca”, perché in caso

contrario non si troverebbero altre banche disponibili ad acquisire l'azienda o rami d'azienda della banca in crisi.

Nell'anno 2016 sono state risolte attraverso questa procedura le crisi della Banca Popolare di Vicenza e di Veneto Banca (le "Due Venete"), mediante d.l. n. 99/2017 (cd. «Decreto Salva Banche Venete»), convertito in L. n.121/2017 .

L'operazione, diretta dalla Banca d'Italia, ha comportato:

a) l'apertura della liquidazione coatta amministrativa nei confronti delle "Due Venete";

b) l'azzeramento delle pretese dei loro azionisti e delle pretese di coloro che avevano sottoscritto obbligazioni subordinate emesse dalle due banche;

c) la cessione della "parte buona" delle due aziende bancarie (cioè senza i crediti deteriorati delle due Banche) al più importante gruppo bancario italiano (Gruppo Banca Intesa);

d) la cessione dei crediti deteriorati delle due banche alla società (Società Gestione Crediti – SGA -) che nel passato aveva gestito la riscossione dei crediti deteriorati del Banco di Napoli, quando questo istituto era stato assoggettato alla liquidazione coatta amministrativa.

A differenza delle "Quattro Banche" (v. *infra*), le "Due Venete" non sono state assoggettate alla procedura di "risoluzione", bensì alla procedura di "liquidazione coatta amministrativa".

Per le 'Banche Venete' si è, infatti, optato per tale procedura caratterizzata da una cessione di azienda, prevedendo il trasferimento al cessionario di una serie di rapporti (destinati pertanto a proseguire in modo fisiologico), fermo restando che tutti i rapporti non trasferiti rimangono in capo alla liquidazione coatta (e sono, pertanto, destinati a subire la disciplina concorsuale).

Adottando siffatta soluzione, il costo della crisi aziendale è stato fatto ricadere, in primo luogo, sugli azionisti e sui detentori di obbligazioni subordinate. È stata, dunque, assicurata la totale salvaguardia delle passività non coperte dal FITD (depositi di importi superiori ad Euro 100.000, obbligazioni ordinarie), detenute prevalentemente da famiglie e imprese di piccola e media dimensione .

La successiva operazione di cessione delle due aziende bancarie (alla Banca Intesa) è stata disciplinata dal d.l. 25 giugno 2017, n. 99 (convertito nella l. n. 121/2017).

Tale provvedimento ha precisato – all’art. 3, comma 1, lett. b) e c) – che restavano in ogni caso esclusi dalla cessione:

a) “i debiti delle banche nei confronti dei propri azionisti e obbligazionisti subordinati derivanti dalle operazioni di commercializzazione di azioni o obbligazioni subordinate dalle banche o dalle violazioni della normativa sulla prestazione dei servizi di investimento riferite alle medesime azioni o obbligazioni presentate dalle banche stesse;

b) le controversie relative ad atti o fatti occorsi prima della cessione, sorte successivamente ad essa, e le relative passività.”

Pertanto, la norma ha preteso che il perimetro della cessione bancaria venisse tracciato da un accordo (di natura privata) che i commissari liquidatori venissero *ad acta* chiamati a concludere con un (individuando) cessionario.

Il D. L. ha trasferito al contratto la delimitazione delle esatte passività ed attività da cedersi, pur tassativamente escludendo dal trasferimento le passività elencate dall’art.3, comma 1, e ha rinviato alla pubblicazione della notizia di cessione sul sito della Banca d’Italia il momento determinante la sua efficacia verso i terzi.

Detta cessione è stata poi confermata mediante scrittura privata sottoscritta l’indomani dell’entrata in vigore del D. L. del 25 giugno 2017, in

tal modo consentendo la prosecuzione dell'attività ordinaria dei due istituti di credito posti in liquidazione in capo all'istituto di credito cessionario, *medio tempore* individuato in Intesa San Paolo S.p.a., senza soluzione di continuità.

La scelta di risolvere la crisi bancaria nel prisma delle ragioni privatistiche del cessionario ha attirato l'attenzione della più attenta dottrina, la quale ha ravvisato nell'operazione di intervento sui due istituti di credito ben più di un elemento distonico rispetto allo scheletro costituzionale .

Si è, infatti, osservato che il sacrificio imposto alla categoria di creditori identificati nei titolari di azioni o obbligazioni subordinate acquistate dai medesimi istituti di credito, le cui pretese risarcitorie sono state escluse dalla cessione, si palesi ingiustificato a fronte di un'esegesi costituzionalmente orientata, non conformandosi detta esclusione al principio di uguaglianza sostanziale.

Per le “Due Venete”, così come per gli altri istituti di credito, si è posto il problema di determinare il perimetro della responsabilità della banca cessionaria (Banca Intesa) per le obbligazioni che facevano capo alle due banche assoggettate alla liquidazione coatta amministrativa.

Si è ritenuto che Banca Intesa risponda soltanto delle obbligazioni di Veneto Banca e di Banca Popolare di Vicenza che risultavano dai libri contabili obbligatori di queste due banche, ma con la esclusione delle obbligazioni che le “Due Venete” presentassero nei confronti dei propri azionisti ed obbligazionisti subordinati, di cui Banca Intesa non risponde neppure se fossero risultati dai libri contabili obbligatori.

3.2.4 (Segue) Il caso della Banca Monte Dei Paschi di Siena

Parzialmente diverso, invece, appare l'approccio del Governo, chiamato di nuovo ad intervenire d'urgenza per gestire la crisi della banca Monte dei Paschi di Siena (MPS) - sotto la vigenza della nuova disciplina sulle crisi bancarie - con il decreto legge n. 237/2016 , denominato “salva risparmio” e

adottato contestualmente al fallimento del tentativo di ricapitalizzazione sul mercato imposta al MPS dalla BCE ad esito dell'ultimo *stress test* risultato negativo per la banca senese.

Ed infatti, successivamente alla promulgazione del predetto decreto-legge, MPS ha fatto istanza al MEF per beneficiare della ricapitalizzazione precauzionale⁸⁶.

La banca ha successivamente predisposto un piano di ristrutturazione per accompagnare la richiesta di intervento dello Stato, piano che è stato sottoposto alla Commissione europea che, a seguito di colloqui con il Governo italiano, ha approvato l'operazione⁸⁷.

Il piano prevede che:

- a) MPS si liberi dell'intero portafoglio di NPL;
- b) MPS introduca un tetto alle remunerazioni del *menagement*;
- c) gli azionisti e i creditori subordinati contribuiscano alla ristrutturazione (assorbendo le perdite, almeno in parte) "*before Italian taxpayer money is put at risk*", vale a dire che per la Commissione il meccanismo di condivisione degli oneri di cui all'art. 22 d.l. n. 237/2016 è, per il caso di MPS, lecito anche sul piano antitrust.

Il decreto legge già prevedeva, peraltro, per MPS la conversione in azioni di tutte le obbligazioni subordinate emesse dall'ente e non scadute al momento della richiesta di intervento pubblico straordinario. Se la disposizione generale del decreto legge affida, per la generalità delle banche che facciano richiesta di intervento pubblico nel proprio capitale, la valutazione circa il *burden sharing* da imporre ad azionisti e creditori ad un esperto indipendente, nel caso di MPS è lo stesso provvedimento di legge a stabilire che gli strumenti di tipo *additional Tier 1* di MPS (obbligazioni

⁸⁶ Del resto, MPS possedeva, già allora, uno dei requisiti per la ricapitalizzazione precauzionale, vale a dire la situazione critica in scenario di stress.

⁸⁷ COMMISSIONE EUROPEA, *Statement on Agreement in principle between Commissioner Vestager and Italian authorities on Monte dei Paschi di Siena (MPS)*, Brussels, 1 giugno 2017.

subordinate) siano convertiti al 75% del valore nominale (con qualche eccezione) e gli strumenti di tipo *Tier 2* alla pari.

Sicché se gli azionisti di MPS hanno subito sul mercato un azzeramento pressoché totale della partecipazione, i creditori subordinati, portato a termine il piano di ristrutturazione, saranno convertiti in azionisti per valori che oscillano tra il 75 e il 100% del loro investimento originario⁸⁸, secondo calcoli positivizzati nel d.l. e che, quindi, divengono inoppugnabili (tuttavia, anche nel caso del *bail-in* la valutazione posta a base del *burden sharing* è, di fatto, insindacabile nel merito; la differenza è che nel caso di MPS non lo è neanche nella forma).

Pertanto, tale intervento, pur trovando formale giustificazione negli artt. 32 BRRD e 18 del D.lgs. 180/2015 come strumento eccezionale di sostegno pubblico, in grado di escludere l'avvio della procedura di risoluzione, pare sostanzialmente essersi ispirato dalla necessità di bilanciare una duplice esigenza: risanare le banche domestiche “malate” tutelando gli interessi dei risparmiatori coinvolti nella condivisione dei relativi oneri.

Tuttavia, il punto davvero centrale di siffatta disciplina speciale è che la Commissione europea sembra aver condiviso la necessità di compensare gli investitori *retail* che, similmente a quanto avvenuto nel caso delle quattro banche (v. *infra*), siano stati indotti a sottoscrivere obbligazioni subordinate di MPS in conseguenza di pratiche di *mis-selling*, vale a dire di violazioni di regole di condotta al momento dell'autocollocamento da parte della banca.

⁸⁸ Con l'eccezione di una emissione, denominata FRESH 2003, da svalutarsi sino al 18%.

CAPITOLO IV

L'IMPATTO DEL *BAIL-IN* SUL SISTEMA DI PROTEZIONE DELL'INVESTITORE: UNA QUESTIONE DI TUTELE

SOMMARIO: 1. Il *bail in* e gli altri diritti sostanziali dei titolari di pretese nei confronti della banca risolta: retroattività della disciplina del *bail-in*. - 1.1 Gli effetti sugli azionisti - 1.2 Gli effetti sui creditori sociali: cessione di passività; riduzione del valore nominale e conversione in azioni; disattivazione di prerogative di diritto comune. - 2. La prima applicazione nell'ordinamento italiano: il "salvataggio" delle quattro banche (Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Banca Marche, Carichieti e Cassa di Risparmio di Ferrara) - 2.1 La tutela degli obbligazionisti subordinati delle quattro Banche risolte - 2.2 Le indicazioni della prima giurisprudenza di merito. - 3. I sistemi (nazionali) di garanzia dei depositi alla luce della risoluzione e gestione delle crisi bancarie (direttive BRRD e DGS). - 4. L'impatto del *bail-in* sul sistema di protezione dell'investitore e sulle obbligazioni bancarie vendute alla clientela: gli *Statements* dell'ESMA e le linee di intervento della CONSOB. - 4.1 La tutela dei sottoscrittori (o creditori pignoratizi) delle obbligazioni garantite dallo Stato. - 4.2 L'impatto sulla informativa alla clientela: il rischio del *bail-in*. - 4.3 Gli obblighi informativi nel mercato finanziario: la profilatura del cliente. - 4.4 Informazione e adeguatezza dell'investimento: un problema di applicazione di regole di condotta (artt. 21 ss. T.U.F.). - 4.5 Una breve digressione: le regole di condotta in generale in relazione alla profilatura del cliente. Il nodo dei rimedi. - 5 Il *bail-in* e la tutela del risparmio: prospettive de iure condendo

1. Il *bail in* e gli altri diritti sostanziali dei titolari di pretese nei confronti della banca risolta: retroattività della disciplina del *bail-in*.

La questione, accennata nel precedente capitolo, circa la tutela degli azionisti contro la possibile espropriazione del loro diritto di proprietà, non esaurisce il novero delle problematiche nascenti dall'applicazione del *bail-in*.

Infatti, la tutela dei soci si incentra, *in primis*, sul piano dei diritti patrimoniali, tra cui quelli derivanti dalla titolarità della pretesa, ma anche su quello degli altri e connessi diritti a contenuto patrimoniale (ad es. il diritto di opzione) e, non da ultimo, sul piano dei diritti amministrativi (intervento in

assemblea e voto: si pensi all'esclusione del diritto di voto nel caso di aumento di capitale forzoso disposto dalle autorità nazionali).

Ci si riferisce, peraltro, all'ulteriore aspetto problematico costituito dalla retroattività della normativa di cui trattasi, vale a dire alla assoggettabilità a *bail-in* dei titoli acquistati in epoca antecedente a quella di entrata in vigore della BRRD e, dunque, in un momento nel quale l'investitore non poteva conoscere le nuove regole che sarebbero state introdotte dal legislatore europeo⁸⁹.

Pertanto, ci si è chiesti quale sia la sorte dei possessori di strumenti finanziari (si pensi agli obbligazionisti subordinati e non) già in circolazione alla data di entrata in vigore della nuova disciplina, i quali, diversamente da quelli che verranno emessi in futuro, si vedono sottoposti ad un rischio non previsto al momento di sottoscrizione del contratto e che, allora, non hanno potuto consapevolmente valutare.

È noto, infatti, come la regola del *tempus regit actum* sia posta, anzitutto, a tutela dell'affidamento maturato dai cittadini nella riconducibilità delle relative azioni a un ben individuato gruppo di regole. È, pertanto, in prima istanza tale principio a fare da guida nella valutazione di legittimità della scelta in ordine alla retroattività di un provvedimento normativo.

Presupposto del ragionamento è in questo caso il carattere della irreversibilità della crisi dell'ente e l'assenza di alternative diverse dall'intervento dello Stato ai fini della relativa salvezza.

Ebbene, se si guarda al menzionato carattere, la scelta della retroattività della disciplina del *bail-in* potrebbe anche non essere considerata irragionevole. Il c.d. decreto salva banche interviene, infatti, in una fase di

⁸⁹ Evidenzia, VEGAS, *Audizioni sulla materia della tutela del risparmio nel settore creditizio presso Commissioni riunite 6ª (Finanze e Tesoro) del Senato della Repubblica VI (Finanze) della Camera dei Deputati*, 19 gennaio 2017, che «l'introduzione del *bail-in*, in vigore in Italia dal primo gennaio 2016, ha creato di fatto uno shock normativo (...); infatti, è «opinabile la scelta delle autorità europee di adottare una regola che si applica in modo retroattivo anziché – come sarebbe sembrato più logico – esplicitare i propri effetti per il futuro e a partire dal momento della sua entrata in vigore». Cfr., altresì, TREMONTI, *Perché il «bail-in» è del tutto irrazionale*, in *Il Sole 24 ore*, 24.1.2017, p. 23, che considera il *bail-in* incostituzionale ed irrazionale, tra l'altro, perché «temporalmente e formalmente (...) successivo (...) ma sostanzialmente e di fatto (...) retroattivo».

crisi irreversibile dei quattro istituti di credito. Già in amministrazione straordinaria, senza detto intervento sarebbero stati posti in liquidazione coatta amministrativa. I diritti degli obbligazionisti subordinati, con ogni probabilità, non avrebbero avuto sorte differente nell'ipotesi di applicazione delle regole all'uopo dettate dal TUB. Differente, piuttosto, sarebbe stato il procedimento che avrebbe condotto al loro sacrificio.

Resta, peraltro, vero il seguente dato e, cioè, la strumentalità del loro sacrificio alla salvezza delle ragioni degli altri creditori.

Non si può non prendere in considerazione, tuttavia, anche la circostanza che, ove fossero stati concessi aiuti di Stato in linea con gli orientamenti della Commissione antecedenti al 2013, anche la posizione degli obbligazionisti subordinati sarebbe stata preservata, unitamente a quella degli altri creditori⁹⁰.

Orbene, secondo alcuni autori⁹¹, all'interrogativo attinente a una possibile illegittimità della sottoposizione a tali misure anche degli strumenti finanziari già in circolazione debba risponderci negativamente.

Infatti, se il dubbio che si intende prospettare è che la sottoposizione al meccanismo di riduzione autoritativa delle passività già esistenti e, in particolare, delle obbligazioni si risolve in una modifica retroattiva della disciplina applicabile al rapporto contrattuale⁹² e, quindi, anche in una violazione del principio del legittimo affidamento⁹³, esso può essere comunque superato rammentando quanto più volte oramai statuito dalla nostra

⁹⁰ SEMERARO, *Principio di condivisione degli oneri e tutela del risparmio*. Scritto per il convegno "Salvataggio bancario e tutela del risparmio", 2016.

⁹¹ GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. quale lezione da Vienna?*, cit., p. 5.

⁹² Tale sembrerebbe essere la perplessità espressa da STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., pp. 147 e ss.

⁹³ Un valore, quello del legittimo affidamento, che trova copertura costituzionale - secondo gli orientamenti interpretativi del Giudice delle leggi - attraverso l'art. 3. Cfr., in questo senso, per un'applicazione del principio, Corte cost. 5 novembre 2015, n. 216 resa tra l'altro in una fattispecie che presenta anche qualche possibile punto di contatto con le vicende che ci occupano: in tale decisione la Corte ha, infatti, ritenuto costituzionalmente illegittima la previsione dell'art. 26 del D.L. n. 201/2011 con cui il legislatore ha anticipato la scadenza del termine per l'esercizio del diritto di conversione delle lire in euro, così sostanzialmente operando un atto espropriativo del relativo credito (e non a caso l'ordinanza di rimessione del Tribunale di Milano aveva individuato come ulteriore profilo di possibile illegittimità costituzionale anche la violazione dell'art. 42, comma 3, Cost.; censura, questa, tuttavia non esaminata dalla Corte in quanto ritenuta assorbita).

giurisprudenza costituzionale in relazione al fatto che il divieto di irretroattività della legge, pur costituendo un valore fondamentale di civiltà giuridica, non riceve - al di fuori della materia penale - una protezione assoluta, sicché è pur sempre possibile l'emanazione di norme aventi efficacia retroattiva, qualora siffatto carattere trovi adeguata giustificazione in motivi di interesse generale, segnatamente rappresentati nella necessità di tutelare altri beni di rilievo costituzionale⁹⁴.

Ciò, allora, è quanto sembra possa dirsi ragionevolmente essere nel caso di specie, attesa appunto la ricordata logica di strumentalità delle misure di *bail-in* per evitare gli effetti sistemici potenzialmente derivanti dall'apertura della procedura di insolvenza e, quindi, sotto questo profilo, la loro strumentalità per garantire tutela a quel valore, che rientra anch'esso come detto nel perimetro di quelli protetti dall'art. 47, rappresentato dalla stabilità del mercato bancario.

Ulteriori spunti di riflessione in argomento pervengono da una sentenza della Corte di giustizia dell'Unione Europea⁹⁵, la quale si è espressa sulla possibile lesione del principio del legittimo affidamento riposto dagli investitori nella irreversibilità degli orientamenti assunti dalla Commissione europea in materia di aiuti di Stato.

In detta occasione, la Corte ha ravvisato i presupposti della violazione del nominato principio in presenza di «*rassicurazioni precise, incondizionate e concordanti, provenienti da fonti autorizzate ed affidabili (...) fornite all'interessato dalle autorità competenti dell'Unione*» e, tuttavia, disattese⁹⁶. Ciò,

⁹⁴ Il principio è consolidato: in questo senso si veda, ad esempio, Corte cost. 26 gennaio 2012, n. 15; Corte cost. 5 aprile 2012 n. 78; Corte cost. 22 luglio 2011, n. 236. Analoga è del resto anche la posizione espressa con riferimento al tema della tutela costituzionale del principio del legittimo affidamento: nel senso che "il valore del legittimo affidamento riposto nella sicurezza giuridica trova sì copertura costituzionale nell'art. 3 Cost., ma non già in termini assoluti e inderogabili" dal momento che "interessi pubblici sopravvenuti possono esigere interventi normativi diretti a incidere peggiorativamente anche su posizioni consolidate, con l'unico limite della proporzionalità dell'incisione rispetto agli obiettivi di interesse pubblico perseguiti" cfr. Corte cost. 31 marzo 2015, n. 56.

⁹⁵ Cfr. Causa C-526/14 *Kotnik e altri*, la sentenza e le conclusioni dell'avvocato generale sono consultabili sul sito <http://curia.europa.eu/>. In argomento, si permetta il rinvio a ROSSANO, *Gli aiuti di Stato alle banche e le ritrazioni della Commissione: tra distorsioni della concorrenza e (in)stabilità finanziaria*, nota a sentenza del Tribunale UE del 12 novembre 2015, Causa T. 499/12, in *Riv. trim. dir. econ.*, 1, 2016, pp. 1 e ss.

⁹⁶ Sul punto cfr., tra le altre, la sentenza *Töpfer*, C. Giust. UE, 3 maggio 1978, causa C-12/77, nonché C. Giust. 16 dicembre 2010, *Kahla Thüringen Porzellan/Commissione*, C-537/08 P. In dottrina, per tutti, cfr. BASTIANON, *La tutela*

senza escludere che «*gli azionisti e i creditori subordinati delle banche oggetto di misure di condivisione degli oneri (...)*» non possono avvalersi del principio del legittimo affidamento in quanto «*gli operatori di mercato*» devono diffidare «*sulla conservazione di una situazione esistente che può essere modificata nell'ambito del potere discrezionale delle istituzioni dell'Unione, specialmente in un settore come quello degli aiuti di Stato (...)*»⁹⁷; conclusione che non si dà cura del fatto che, sul piano delle concretezze, siano state disattese le indicazioni fornite dalle autorità UE.

Pertanto, *mutatis mutandis*, i creditori dell'ente in dissesto, non potendo confidare, sulla base delle regole previgenti, sulla certezza di un intervento pubblico (finalizzato a ripristinare le condizioni patrimoniali dell'istituto), non avrebbero ragione di dolersi di una possibile lesione delle loro aspettative (*medio tempore* insorta) alla concessione delle predette forme di sostegno.

Peraltro, nel caso in cui tale violazione venisse riscontrata, occorre chiedersi se in nome di interessi pubblici superiori sia consentito sacrificare le aspettative nel frattempo maturate da parte dei creditori.

Ancora una volta, significative sono le considerazioni espresse nella citata sentenza della Corte di giustizia in merito alla rilevanza degli «*interessi pubblici inderogabili*», i quali vengono ritenuti in grado di «*ostare all'adozione di provvedimenti transitori per situazioni sorte prima dell'entrata in vigore della nuova normativa, ma non ancora conclusesi*». Deve, pertanto, prendersi d'atto che, in presenza di interessi generali considerati meritevoli di tutela sia consentito il sacrificio di istanze privatistiche, purché vengano rispettati taluni principi ritenuti inviolabili⁹⁸.

del legittimo affidamento nel diritto dell'Unione Europea, Milano, 2012 e MERUSI, *Buona fede e affidamento nel diritto pubblico. Dagli anni «trenta» all'«alternanza»*, Milano, 2001.

⁹⁷ Condivide l'orientamento della Corte, TOSATO, Bail-in: *legittimo, ma non obbligatorio*, in www.affarinternazionali.it, 26 luglio 2016.

⁹⁸ L'avvocato generale afferma, con riferimento alle misure di aiuto agli Stato quanto segue: «quanto alla tematica se le misure in questione costituiscano un intervento inaccettabile, che colpisce l'essenza stessa dei diritti di proprietà degli investitori, devo fare ancora una volta riferimento ai principi stabiliti dai punti 20 e 46 della comunicazione sul settore bancario: ravvicinamento del mercato e “nessun creditore può essere svantaggiato”».

1.1 Gli effetti sugli azionisti

Nel capitolo precedente si è detto come siano riconoscibili tre forme di incidenza coattiva sulla stessa identità e sostanza patrimoniale delle situazioni degli azionisti, attuate mediante la cessione forzata di tutte le azioni o altre partecipazioni (cioè quote, altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti amministrativi o comunque i diritti previsti dall'articolo 2351, ult. comma, cod.civ., nonché titoli convertibili in o che conferiscono il diritto di acquisire, o che rappresentano azioni, quote o i suddetti altri strumenti finanziari», art. 1, lett. pp), d.lgs. n. 180/2015) a terzi o a un ente ponte, con conseguente ricambio imposto della compagine sociale; in secondo luogo, mediante la cessione del pari coattiva di tutti i diritti, le attività o le passività dell'ente partecipato dall'azionista e sottoposto a risoluzione a terzi, a un ente-ponte o a una società-veicolo, con l'effetto di modificare il sostrato patrimoniale correlato alle anzidette partecipazioni, pur mantenute in capo agli originari titolari e, infine, mediante la riduzione di valore delle azioni, fino all'azzeramento, o la conversione di originari diritti partecipativi diversi in strumenti di capitale primario di classe 1, nella misura necessaria ad assicurare il rispetto dei requisiti prudenziali⁹⁹.

Quanto, anzitutto, alla cessione coattiva delle azioni o delle altre partecipazioni, in particolare, essa può aver luogo (senza necessità di osservare le ordinarie formalità poste dagli artt. 2022, 2355, 2470 e 2525 cod.civ., e conseguendo, piuttosto, l'efficacia del trasferimento alla pubblicazione sul sito internet della Banca d'Italia (cfr. artt. 47, comma 3 e 6, e 32, comma 3, d.lgs. n. 180/2015) in via definitiva ed immediata in favore di un terzo acquirente (art. 40, comma 1, lett. b, d.lgs. n. 180/2015), cui trasferire le partecipazioni «a condizioni di mercato» – stabilite sulla base della valutazione preventiva operata a monte dell'intervento forzoso di regolazione della crisi, onde stabilirne l'entità ed il fabbisogno (cfr. artt. 23 ss., d.lgs. n. 180/2015) oppure per via di una procedura trasparente e competitiva volta ad

⁹⁹ PERRINO, *Il diritto societario della crisi delle imprese bancarie nella prospettiva europea: un quadro d'insieme*, in CHITI E SANTORO (a cura di), *L'unione bancaria europea*, Pisa, 2016, pp. 355 e ss..

«ottenere il prezzo più alto possibile» (art. 40, comma 4) da corrispondere ai titolari delle stesse azioni e altre partecipazioni (art. 40, comma 3, lett. a), ma con la possibilità di derogare ai predetti vincoli, per ciò stesso allora rinunciabili e regressivi, allorché appaia ragionevolmente prevedibile che la loro applicazione possa porre a repentaglio l'esito della misura e con esso gli obiettivi prioritari della risoluzione, fra cui la salvaguardia della stabilità finanziaria (art. 40, comma 7), e vi sia perciò urgenza di procedere alla cessione con modalità meno competitive e remunerative per i titolari delle partecipazioni cedute. Infine, in via temporanea verso un ente-ponte, con capitale in tutto o in parte detenuto dal fondo di risoluzione o da autorità pubbliche (art. 42, comma 2, d.lgs. n. 180/2015), avente la funzione di subentrare di regola transitoriamente, assicurandone la continuità, nelle funzioni essenziali bancarie già svolte dall'ente sottoposto a risoluzione, in vista fra l'altro – e per quanto specificamente concerne le ulteriori sorti delle azioni e partecipazioni coattivamente cedutegli – di una successiva alienazione definitiva a terzi, in condizioni di mercato più adeguate delle attuali, delle azioni o partecipazioni della banca in risoluzione dallo stesso ente-ponte acquisite (art. 43, comma 3, d.lgs. n. 180/2015), o della fusione dell'ente-ponte medesimo con un altro soggetto (art. 44, comma 1, lett. a), d.lgs. n. 180/2015), o ancora della cessione a terzi delle stesse partecipazioni all'ente ponte, o infine della liquidazione dell'ente-ponte stesso, secondo le modalità previste dal TUB o dal TUF (a seconda che svolga attività bancaria o la prestazione di servizi e attività di investimento) una volta esaurita la funzione transitoria assegnatagli (art. 44, comma 4, d.lgs. n. 180/2015).

È anche qui disposto, mediante richiamo al citato art. 40, comma 3, d.lgs. n. 180/2015, che il corrispettivo della cessione delle azioni o altre partecipazioni sia riconosciuto ai loro precedenti titolari, ma senza ora alcun richiamo all'obiettivo del prezzo più alto possibile e, d'altra parte, disponendo che il rispetto delle condizioni di mercato e dei principi di trasparenza e competitività della cessione valga semmai per il successivo ricollocamento presso terzi da parte dell'ente-ponte delle partecipazioni acquisite (art. 43, comma 3, d.lgs. n. 180/2015).

La seconda misura suelencata, anch'essa incidente – ancorché in via indiretta – sulla sostanza patrimoniale (quali beni “di secondo grado”) dei diritti degli azionisti e titolari di altre partecipazioni, è quella della cessione di diritti, attività o passività, anche individuabili in blocco, dell'ente sottoposto a risoluzione, che può disporsi forzosamente (cfr. art. 60, comma 1, lett. c, d.lgs. n. 180) sia nei confronti di terzi o di un ente-ponte come sopra connotato (e, solo in tali due ordini di ipotesi, anche congiuntamente alla cessione di azioni e altre partecipazioni, realizzandosi così contestualmente, come detto, sia il ricambio forzoso della compagine sia la mutazione del correlato patrimoniale delle partecipazioni); sia, in una o più soluzioni, e con riferimento anche alle situazioni giuridiche come frattanto cedute all'ente-ponte, in favore di una “società veicolo” (art. 45 ss., d.lgs. n. 180/2015).

Trattandosi di situazioni giuridiche già intestate all'ente bancario sottoposto a risoluzione, è a quest'ultimo che va riconosciuto il corrispettivo pagato dal cessionario, da individuarsi secondo condizioni di mercato e con modalità trasparenti e competitive, come visto recessive però, in caso di urgenza, nella cessione a terzi, e differite nella cessione ad un ente-ponte; mentre nel caso di cessione a società veicolo, in coerenza con il carattere tipicamente compromesso o bad delle situazioni giuridiche a questa cedute, per lo più come detto allo scopo di sgravarne l'ente in risoluzione o l'ente ponte, eloquentemente si precisa che il corrispettivo per la cessione, determinato in base alla valutazione preventiva *ex art. 23 ss.*, «può essere simbolico o anche mancare».

Infine, quanto alla riduzione/conversione di azioni e strumenti di capitale, l'entità della stessa, necessaria a coprire le perdite e ristabilire il rispetto dei requisiti prudenziali, è stabilita *ex ante*, sulla base della valutazione preventiva delle attività e passività della banca eseguita da un esperto indipendente (artt. 23, 24, comma 1, lett. c), 29, comma 3, d.lgs. n. 180/2015), in caso di urgenza anche alla stregua di una valutazione provvisoria effettuata da Banca d'Italia o dal Commissario straordinario *ex art. 71 TUB* (artt. 25, 29, comma 3, d.lgs. n. 180/2015).

La riduzione o conversione è disposta dalla Banca d'Italia (art. 29, comma 1) con riferimento «*alle riserve, alle azioni, alle altre partecipazioni e gli strumenti di capitale [...] computabili nei fondi propri su base individuale*» (art. 28, comma 1, d.lgs. n. 180/2015), nella misura necessaria per coprire le perdite e assicurare il rispetto dei requisiti prudenziali (art. 29, comma 3, d.lgs. n. 180/2015), consistendo nel forzoso ridimensionamento o al limite azzeramento della posizione partecipativa, o nella sua coattiva conversione in un diverso strumento partecipativo emesso dalla stessa società oggetto della misura o da altra società componente del medesimo gruppo di cui la prima faccia parte, inclusa la società al vertice del gruppo (art. 31).

Come vera e propria misura di risoluzione, d'altra parte, la riduzione e/o la conversione in capitale dei diritti degli azionisti, oltre che (ma, solo in via successiva) dei diritti dei creditori, costituisce la sostanza stessa del *bail-in*, quale tecnica di ripristino del patrimonio dell'ente bancario sottoposto a risoluzione, «*nella misura necessaria al rispetto dei requisiti prudenziali e idonea a ristabilire la fiducia del mercato*» (cfr. art. 48, comma 1, lett. a), d.lgs. n. 180/2015), in base alla valutazione dell'importo a ciò occorrente compiuta ancora una volta *ex ante* secondo gli artt. 23 ss. di cui s'è detto.

Tale importo è allocato dapprima riducendo, nel senso della corrispondente estinzione, fino a concorrenza delle perdite quantificate dalla suddetta valutazione e conformemente all'ordine stabilito dall'art. 52 d.lgs. n. 180/2015, le riserve, il capitale rappresentato da azioni, gli altri strumenti di capitale primario di classe 1, il valore nominale degli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1, il valore nominale degli elementi di classe 2; poi, una volta completamente assorbite – ove occorra, mediante riduzione pure delle passività – e perdite, procedendo altresì alla conversione in azioni computabili nel capitale primario di classe 1 delle altre posizioni partecipative, a partire dagli strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1, per poi, ove ciò non basti, passare agli elementi di classe 2 (art. 52, c. 1, lett. b) e c), d.lgs. n. 180/2015).

La riduzione di cui sopra, determinando l'estinzione degli strumenti di partecipazione per quanto necessario alla copertura dell'importo stimato

suddetto, comporta la perdita definitiva di ogni diritto degli azionisti e ha luogo senza indennizzo, salvo ripristino delle posizioni originarie, nel caso in cui la riduzione, in quanto attuata sulla base di una valutazione provvisoria (*ex art. 25 d.lgs. n. 180/2015*), sia risultata superiore a quella richiesta dalla valutazione definitiva (in base all'art. 24 d.lgs. n. 180/2015); e salvo, inoltre, indennizzo nell'ipotesi in cui, in sede di ulteriore valutazione consuntiva all'esito delle azioni di risoluzione, come previsto dall'art. 88 d.lgs. n. 180/2015), l'azionista risulti aver subito perdite maggiori di quelle che avrebbe patito in caso di liquidazione coatta amministrativa o altra procedura concorsuale applicabile (così l'art. 89 d.lgs. n. 180/2015).

1.2 Gli effetti sui creditori sociali: cessione di passività; riduzione del valore nominale e conversione in azioni; disattivazione di prerogative di diritto comune

Un primo ordine di incidenza sulla posizione dei creditori concerne la possibilità per la Banca d'Italia di procedere alla cessione di passività, anche individuabili in blocco, della banca in risoluzione a terzi, ad un ente-ponte o ad una società veicolo, secondo le modalità e le ragioni già viste a proposito delle cessioni agli stessi soggetti delle azioni e altre partecipazioni, ivi inclusa l'applicazione della regola per cui anche le cessioni di passività, come le altre predette, «*non richiedono il consenso di soggetti diversi dal cessionario*» (art. 47, comma 2, d.lgs. n. 180/2015); cui si connette l'ulteriore scostamento dal diritto comune, costituito da ciò che «*il cedente è liberato dagli obblighi di adempimento anche in deroga agli articoli 1273, 2112, 2558 e 2560 del codice civile*» (art. 47, comma 5, d.lgs. n. 180/2015): realizzandosi così, per effetto della cessione delle passività in discorso, un accollo privativo *ex lege* delle situazioni passive oggetto di subentro del cessionario e con ciò una sostituzione integrale del precedente con il nuovo titolare delle medesime situazioni giuridiche, con possibile piena continuità anche sul piano processuale malgrado il carattere particolare della vicenda successoria (cfr. art. 61, comma 1, lett. d, d.lgs. n. 180/2015).

Ciò secondo la già nota logica di sistemazione delle passività della banca in crisi mediante la loro riallocazione presso un cessionario con pieno effetto liberatorio della cedente, che in altra sede è stata rinvenuta quale significato normativo dell'analoga fattispecie di cui all'art. 90, comma 2, TUB e che trova rispondenza anche nell'art. 105, comma 5, 1. fall., quanto alla cessione in blocco fallimentare delle passività aziendali.

Ed infatti, l'istituzione del *bail-in* modifica la disciplina sulla liquidazione coatta amministrativa (che, a sua volta richiama la legge fallimentare), definendo un nuovo livello di gerarchia nella *seniority* dei creditori chirografari della banca soggetta al *bail-in* (v. figura 1).

Nel contesto dei creditori di una banca, è possibile identificare tre macro categorie: privilegiati, chirografari, subordinati.

Il credito chirografario, non assistito da alcuna garanzia reale o personale, deve essere distinto dai creditori privilegiati, che in caso di fallimento del debitore vengono soddisfatti prima di quelli chirografari, in virtù di una causa di prelazione che può essere incorporata nel titolo di credito (come ad esempio nel caso delle obbligazioni garantite, che possono contare sulla prelazione su specifici cespiti individuati nell'avo della banca) o stabilita per legge (ad esempio i debiti verso l'erario o i dipendenti).

In tal modo, come già detto, l'applicazione del *bail-in* va a tangere il principio della *par condicio creditorum*, secondo il quale i creditori chirografari nell'ambito di una procedura concorsuale hanno diritto ad un uguale trattamento.

Per creditori subordinati, invece, si fa riferimento ai detentori di obbligazioni che prevedono contrattualmente che il titolo di credito sia ulteriormente indebolito rispetto ai chirografari, ossia che il suo soddisfacimento in caso di fallimento sia residuale rispetto a questi ultimi.

Il d.lgs. n.181/2015 include, peraltro, una specificazione circa la *seniority* delle passività ammissibili a *bail-in*¹⁰⁰, introducendo una gerarchia tra alcune classi di creditori che precedentemente partecipavano in egual misura alle perdite derivanti dalla liquidazione di una banca: sono considerati privilegiati, rispetto agli altri creditori, i possessori di depositi (diversi da quelli protetti che, in quanto tali, sono esclusi dal *bail-in*) se persone fisiche, microimprese, piccole e medie imprese (c.d. *depositor preference*).

Dal 1° gennaio 2019, inoltre, saranno privilegiati rispetto a tutti gli altri creditori chirografari (ma dopo i depositi riportati sopra) tutti gli altri depositi presso la banca¹⁰¹, quindi anche i depositi delle grandi imprese¹⁰² (estensione della *depositor preference*).

Il rinvio al 2019 è stato previsto per offrire un periodo transitorio ai creditori incisi negativamente dalla *depositor preference* estesa (ad esempio i possessori di obbligazioni *senior*).

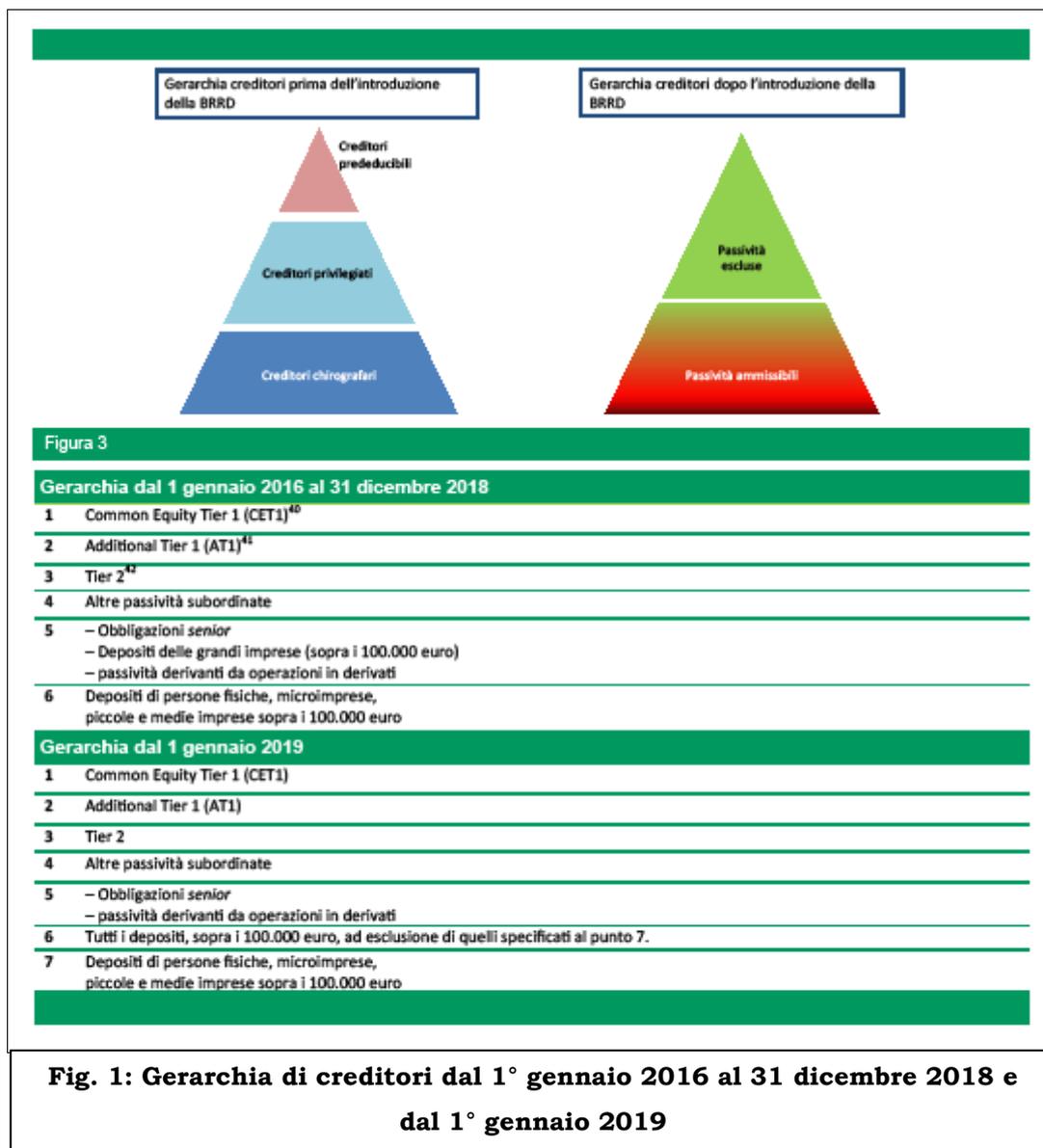
Pertanto, l'entrata in vigore nel nostro ordinamento della BRRD, rispetto alla normativa precedente, tutela maggiormente alcuni creditori (i depositanti) rispetto ad altri, tra i quali i detentori di obbligazioni *senior* non garantite, che precedentemente avevano, invece, diritto allo stesso trattamento¹⁰³.

¹⁰⁰ Art. 1, comma 33, d.lgs. n. 181/2015, modifica l'art. 91 TUB, che a sua volta richiama l'art. 111 L. Fall.

¹⁰¹ Art. 1, comma 33, lett. b e art. 3, comma 9, D.lgs. n. 181/2015.

¹⁰² Definite in base al criterio del fatturato annuo previsto dall'art. 2, par. 1, All. alla raccomandazione della Commissione Europea n. 2003/361/CE: "La raccomandazione al citato art. 2 prevede: "La categoria delle microimprese delle piccole imprese e delle medie imprese (PMI) è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro".

¹⁰³ La Commissione Europea, in data 23 novembre 2016, ha emanato una proposta di direttiva a modifica della BRRD (2016/0363 (COD) e che, se approvata dal Consiglio Europeo e dal Parlamento Europeo e dopo la trasposizione nella legislazione nazionale da parte dei vari parlamenti nazionali, da Luglio 2017 vedrà la nascita di nuovi strumenti di debito, cc. dd. *non-preferred senior*, che a livello gerarchico si inseriranno al gradino superiore (meno protetto) del debito *senior*. Tale proposta nasce principalmente per eliminare le distorsioni causate dai diversi approcci legislativi nazionali e, quindi, armonizzare la materia a livello comunitario. Le nuove regole si applicheranno agli strumenti emessi dopo la data di applicazione della direttiva e i nuovi strumenti *non-preferred senior* dovranno obbligatoriamente avere una scadenza all'emissione maggiore di 1 anno, non avere componenti derivative ed essere da documentazione legale esplicitamente subordinati rispetto alle passività *senior*.



2. La prima applicazione nell’ordinamento italiano: il “salvataggio” delle quattro banche (Banca Popolare dell’Etruria e del Lazio, Banca Marche, Carichieti e Cassa di Risparmio di Ferrara)

La problematica esaminata nel precedente paragrafo si è posta in Italia in occasione della prime procedure di risoluzione avviate per le quattro banche risolte nel novembre 2015.

È necessario premettere che, nel momento in cui la Banca d’Italia ed il sistema bancario italiano dovettero prendere atto che la soluzione delle crisi bancarie non poteva più essere perseguita attraverso l’intervento del F.I.T.D.

(nella forma del sostegno della cessione della banca in crisi ad altre banche, apportando i mezzi economici necessari a colmare lo “sbilancio di cessione” causato dalla situazione di crisi), erano in corso quattro procedure di amministrazione straordinaria ai sensi dell’art. 70, comma 1, lett. a) e b) TUB, che riguardavano la Cassa di Risparmio di Ferrara; la Cassa di Risparmio di Chieti; la Banca delle Marche; e la Banca Popolare dell’Etruria e del Lazio (di seguito, le “Quattro Banche”).

Per esse la condivisione degli oneri è avvenuta con la procedura di risoluzione disposta in modo contemporaneo per tutte le quattro banche, per le quali era stata accertata la condizione di dissesto o di rischio di dissesto.

In particolare, la Banca d'Italia, quale autorità di risoluzione, ha avviato le misure previste dal d.lgs. n. 180/2015, che prevedono l'aggiornamento dei valori del patrimonio attraverso la c.d. valutazione provvisoria degli attivi nell'ambito della quale i crediti in sofferenza sono stati contabilizzati al 17,5% del loro valore originario. La copertura delle perdite quantificate sulla base della valutazione provvisoria *ex art.* 25 del d.lgs. n. 180 è stata disposta dalla Banca d'Italia con provvedimento di riduzione limitato alle riserve, alle azioni (capitale rappresentato da azioni, anche non computate nel capitale regolamentare) e alle obbligazioni subordinate (riduzione del valore nominale degli elementi di classe 2, computabili nei fondi propri) .

Con riferimento a tali banche, il Governo ha inteso sottrarre alla scure del *bail-in* quantomeno quelle categorie di creditori – *id est* depositanti sopra i 100 mila euro e obbligazionisti non subordinati – ascrivibili, almeno fino al 31 dicembre 2015, ai risparmiatori c.d. inconsapevoli e, in quanto tali, da tutelare.

Le “Quattro Banche” in questione furono, pertanto, soggette a risoluzione e le relative aziende furono cedute a quattro banche neo-costituite (“Enti-Ponte”), le quali poi vennero a loro volta cedute a due banche (la Cassa di Risparmio Ferrara alla Banca Popolare dell’Emilia Romagna; le altre tre a UBI Banca), che le hanno successivamente incorporate.

In particolare, il procedimento si è sviluppato nel seguente modo:

a) dichiarazione di risoluzione delle quattro banche;

b) azzeramento dei diritti degli azionisti e dei sottoscrittori di obbligazioni subordinate delle quattro banche;

c) costituzione di quattro banche nuove (*good-banks* o “enti-ponte”);

d) cessione della “parte buona” delle quattro aziende bancarie (cioè, con esclusione dei crediti “deteriorati”) agli “enti-ponte”;

e) costituzione di una nuova banca (“*bad-bank*”- o “società-veicolo”) destinata ad acquisire i crediti deteriorati delle quattro banche;

f) cessione della “parte cattiva” delle quattro aziende bancarie (cioè, i crediti “deteriorati”) alla “società-veicolo”;

g) avvio di trattative per la cessione degli “enti-ponte”;

h) vendita di tre “enti-ponte” ad una importante banca italiana (UBI Banca), e del quarto “enti-ponte” ad una banca diversa (Banca Popolare dell’Emilia Romagna).

Pertanto, a sopportare le perdite della crisi bancaria e delle attività di risoluzione sono stati, nel concreto e *in primis*, gli azionisti delle quattro banche originarie, le cui pretese sono state azzerate e i diritti amministrativi neutralizzati. Il provvedimento ha riguardato anche alcuni obbligazionisti subordinati¹⁰⁴.

In altri termini, si è trattato di una prima, parziale, applicazione del potere di riduzione, non di *bail-in* in senso pieno (anche perché non c’è stato esercizio del potere di conversione dei crediti in capitale). I provvedimenti della Banca d’Italia, infatti, non hanno inciso i diritti dei creditori diversi dai titolari di strumenti di classe 2, né i diritti di quei creditori la cui pretesa è assistita da una causa legittima di prelazione. Inoltre, non si è tratto di *bail-in* perché la

¹⁰⁴ Cfr. provvedimenti 23 novembre 2015, disponibili sul sito della Banca d’Italia.

risoluzione non ha toccato i diritti dei depositanti titolari di depositi di ammontare superiore a euro 100.000,00 (in disparte la *depositor preference*).

Inoltre, il *bail-in* puro non ha potuto trovare applicazione nel caso italiano in ragione della circostanza che l'istituto è entrato in vigore dal 1° gennaio 2016, mentre le quattro risoluzioni sono state avviate nel novembre 2015.

In Italia, peraltro, a differenza del caso austriaco, la risoluzione di tali banche non ha importato trattamenti differenziati per titolari di posizioni identiche. Del resto, ciò non sarebbe stato possibile visto che i provvedimenti sono stati adottati all'indomani del recepimento della BRRD, che impone parità di trattamento nell'esercizio dei poteri di riduzione.

Tuttavia, il tema della disciplina transitoria del debito ha indotto il legislatore a prevedere un sistema di indennizzi per ristorare, almeno in parte, le perdite imposte al novero degli obbligazionisti subordinati, riconducibile allo *status* di investitore al dettaglio ai sensi del TUF.

Per rispondere alle esigenze da ultimo richiamate, il legislatore, con la legge n.208/2015, c.d. legge di stabilità per il 2016 (commi 855-861), ha istituito un Fondo di solidarietà - alimentato dal Fondo interbancario di tutela dei depositi FIDT in conformità con le norme europee sugli aiuti di Stato e da questo gestito con risorse proprie - in favore degli obbligazionisti coinvolti che, alla data di entrata in vigore del suddetto decreto legge detenevano strumenti finanziari subordinati emessi dalle quattro banche in risoluzione.

Tale intervento è stato poi completato con il d.l. n. 59 del 2016¹⁰⁵, che ha introdotto la disciplina di dettaglio in favore dei suddetti risparmiatori, i quali, in presenza di determinati presupposti di ordine patrimoniale e reddituale, possono chiedere l'erogazione di un indennizzo forfetario, pari all'80 % del corrispettivo pagato per l'acquisto degli strumenti finanziari, al netto degli oneri e spese connessi all'operazione di acquisto e della differenza positiva tra

¹⁰⁵ Convertito in legge 30 giugno 2016 ed entrato in vigore il 3 luglio 2016 e, quindi, dopo l'attuazione della direttiva in materia di SGD (sistema di garanzia dei depositi).

il rendimento degli strumenti finanziari subordinati e il rendimento di mercato individuato secondo specifici parametri.

Si è così previsto un indennizzo per gli investitori che fossero persone fisiche, imprenditori individuali, agricoltori e coltivatori diretti¹⁰⁶. Tale indennizzo è a carico del citato Fondo di solidarietà, per il quale è stato eliminato l'originario limite di dotazione di 100 milioni di euro. La presentazione dell'istanza di indennizzo forfetario preclude, a specifiche condizioni, la possibilità di esperire la specifica procedura arbitrale disciplinata dalla richiamata legge di stabilità 2016.

Viceversa, i risparmiatori che ritengono di poter dimostrare di essere stati danneggiati per la violazione delle regole sul collocamento dei prodotti da parte delle banche potranno chiedere il rimborso integrale delle somme investite, al netto delle eccedenze di plusvalenza, facendo istanza al meccanismo arbitrale regolato da un decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri e da un decreto ministeriale, ancora in fase di approvazione.

Tuttavia, la scelta del legislatore è significativa: con l'istituzione del fondo di solidarietà esso ha trasferito parte del rischio dell'insolvenza delle quattro banche sugli altri partecipanti al sistema bancario, mostrando peraltro di percepire la criticità derivante dall'applicazione retroattiva del potere di riduzione e offrendo una via di accesso all'indennizzo (quasi) automatica ai piccoli investitori che avevano acquistato strumenti di debito subordinato prima della pubblicazione della BRRD nella gazzetta ufficiale dell'Unione Europea.

Le soluzioni adottate con riguardo alla crisi delle quattro banche hanno suscitato numerosi dubbi relativi alla:

¹⁰⁶ V. comma 855: "E' istituito il Fondo di solidarietà per l'erogazione di prestazioni in favore degli investitori che alla data di entrata in vigore del decreto-legge 22 novembre 2015, n. 183, detenevano strumenti finanziari subordinati emessi dalla Banca delle Marche Spa, dalla Banca popolare dell'Etruria e del Lazio - Società cooperativa, dalla Cassa di risparmio di Ferrara Spa e dalla Cassa di risparmio della provincia di Chieti Spa. L'accesso alle prestazioni è riservato agli investitori che siano persone fisiche, imprenditori individuali, nonché imprenditori agricoli o coltivatori diretti".

i) circostanza che il «Fondo di risoluzione nazionale», amministrato dall'«Unità di risoluzione della Banca d'Italia», sia intervenuto con mezzi finanziari conseguiti inizialmente per intero con la leva (al di là, quindi, degli ordinari criteri e limiti che ne connotano l'applicazione);

ii) assunzione da parte della Cassa Depositi e Prestiti di un impegno di sostegno finanziario in caso di incapacità del Fondo alla data di scadenza del finanziamento;

iii) ipotizzabile responsabilità dei commissari i quali, nel corso della gestione commissariale, non hanno impedito (nel corso dei circoscritti termini di quest'ultima) il progressivo deterioramento patrimoniale di tali banche, donde le conseguenze dirimpenti della valutazione effettuata ai sensi dell'art. 23 del d. lgs. n. 180 del 2015, alla quale si ricollega il «programma di risoluzione» formulato nei provvedimenti emanati dalla Banca d'Italia il 21 novembre 2015.

3.1 La tutela degli obbligazionisti subordinati delle quattro banche risolte

Il decreto salva-risparmio ha dettato alcune previsioni a tutela degli obbligazionisti subordinati delle banche poste in risoluzione nel novembre del 2015.

La Legge di Stabilità 2016 (l. 28 dicembre 2015, n. 208) aveva appostato *ad finem* uno speciale "fondo di solidarietà", alimentato fino ad un massimo di cento milioni dal FITD, "in conformità al quadro europeo sugli aiuti di Stato".

Successivamente, l'art. 10, D.L. 3 maggio 2016, n. 59 ("Disposizioni urgenti in materia di procedure esecutive e concorsuali, nonché a favore degli investitori di banche in liquidazione"), abrogato il limite di cento milioni (senza fissarne, peraltro, uno nuovo, inferiore o maggiore), con il *placet* della Commissione aveva posto gli investitori, titolari di obbligazioni subordinate estinte *iussu principis*, di fronte alla seguente alternativa secca: presentare un'istanza di indennizzo automatico, per vedersi corrispondere una somma

forfettaria, pari all'80% del valore dell'investimento perduto; oppure imboccare la via di un giudizio arbitrale, secondo regole da definirsi, con la prospettiva di poter recuperare allora l'intero valore dell'investimento, ma solo in caso di accertata violazione dei doveri informativi da parte dell'intermediario emittente.

La scelta, irrevocabile, tra le due vie rimediali avrebbe dovuto compiersi entro il 3 gennaio 2017.

Essendo quella data trascorsa senza che il Governo abbia ancora emanato il regolamento di procedura per gli arbitrati, il decreto salva-risparmio ha esteso il termine fino al 31 maggio 2017.

Altra modifica attiene alla estensione della legittimazione a richiedere l'indennizzo. Il decreto salva risparmio ha esteso la legittimazione a domandare l'indennizzo anche al coniuge, al convivente *more uxorio* e ai parenti entro il secondo grado succeduti nella titolarità delle obbligazioni estinte per atto di trasferimento tra vivi. La legge non ha specificato, peraltro, se debba trattarsi di atto a titolo oneroso o gratuito.

Solo in quest'ultimo caso non si dubita che l'indennizzo debba spettare nella sua pienezza (ossia nei limiti dell'80% del valore dell'investimento, se l'avente causa opti per l'indennizzo automatico). Qualora, invece, i titoli siano stati ceduti a titolo oneroso, bisogna a rigore accertare, per evitare ingiustificati arricchimenti, che il valore dell'indennizzo, da calcolarsi sempre quale percentuale del valore di emissione delle obbligazioni, non ecceda il prezzo in concreto pagato dall'avente causa dell'investitore per subentrare nella titolarità delle obbligazioni.

3.2 Le indicazioni della prima giurisprudenza di merito

Premesso che le impugnazioni avverso i provvedimenti di risoluzione sono state tutte respinte dal TAR del Lazio¹⁰⁷, merita attenzione una sentenza emessa dal Tribunale di Milano¹⁰⁸ (e, tuttavia, le medesime considerazioni possono essere estese anche a due sentenze del Tribunale di Ferrara¹⁰⁹), che si è occupata, per la prima volta, della vicenda che ha visto coinvolte le “quattro banche”.

Il tema esaminato ha riguardato la sola eccezione relativa alla legittimazione passiva degli enti-ponte – Nuova Banca delle Marche S.p.A. e Nuova Cassa di risparmio di Ferrara S.p.A. - a cui erano state trasferite, ex art. 43 D.Lgs. n. 180/2015, le aziende bancarie facenti capo, rispettivamente, alle originarie banche – rispettivamente, Banca delle Marche S.p.A. e Nuova Carife S.p.A., oggetto di risoluzione.

Le azioni incoate ebbero ad oggetto le pretese risarcitorie, riconducibili all’area della c.d. “responsabilità da prospetto”, vantate da alcuni azionisti delle “vecchie” banche, poi ritrovatisi “azzerati” per effetto dei menzionati provvedimenti di risoluzione.

In particolare, è stata contestata la violazione degli artt. 94 e ss. D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 e degli artt. 1337, 1439, 1440 e 2043 cod.civ., nonché di ogni altra norma primaria e secondaria ritenuta applicabile, in relazione alle

¹⁰⁷ Si rammenta, infatti, che la normativa consente di impugnare, innanzi al giudice amministrativo, unicamente la decisione di risoluzione assunta dall’Autorità (e con essa anche le valutazioni dell’esperto); ferma restando l’inapplicabilità – ai sensi dell’art. 95, comma 2, d.lgs. n. 180/2015 – degli artt. 19 e 63, comma 4, c.p.a., disposizioni che disciplinano il ricorso a consulenti tecnici. Infatti, il Tar Lazio, con ordinanza pubblicata il 30 dicembre 2016, si è espresso su un ricorso di taluni azionisti e obbligazionisti subordinati della Banca Marche s.p.a. finalizzato a contestare, tra l’altro, la valutazione provvisoria ex art. 25 d.lgs. 180/2015 e quella definitiva ex artt. 23 e 34 d.lgs. 180/2015. In particolare, i ricorrenti hanno sottolineato i limiti dei criteri utilizzati per effettuare le stime di cui trattasi; criteri considerati eccessivamente prudenziali e, dunque, inadeguati a «dimostrare la sussistenza effettiva dei presupposti di dissesto che sono all’origine dell’adozione del provvedimento di risoluzione». L’autorità giudiziaria - ripercorrendo gli orientamenti giurisprudenziali sulla natura degli atti posti in essere dalla Banca d’Italia nell’esercizio dell’attività di vigilanza - ha concluso affermando che tali stime possono «essere sindacate in caso di illogicità o irragionevolezza e erronea valutazione dei presupposti di fatto, ma non nelle scelte discrezionali operate». A nulla rileva, ad avviso dei giudici, la limitazione dei mezzi di prova prevista dalla disposizione di cui all’art. 95 del d. lgs. n. 180 del 2015 attesa la «completezza della documentazione presentata e le approfondite disamine istruttorie svolte sia in sede di valutazione provvisoria che in sede di valutazione definitiva».

¹⁰⁸ Trib. Milano, sez. spec. imp., 08 novembre 2017, n. 11173.

¹⁰⁹ Trib. Ferrara, sez. civ., 29 ottobre 2017 e 31 ottobre 2017.

informazioni errate, incomplete e decettive contenute nei bilanci al 31/12/2010, al 30/6/2011, al 31/12/2011 e al 30/6/2012 e nel prospetto informativo. Informazioni errate, incomplete e decettive in base alle quali gli attori lamentarono di esser stati indotti ad acquistare azioni delle banche, che non avrebbero acquistato (o in subordine, che avrebbero acquistato a condizioni differenti) se le informazioni divulgate fossero state veritiere e complete, con la conseguenza che i danni da essi subiti sarebbero risultati corrispondenti all'intero investimento poi interamente azzeratosi a seguito delle vicende di risoluzione dell'ente emittente.

Gli istituti di credito convenuti, per converso, hanno preliminarmente contestato il proprio difetto di legittimazione passiva sostanziale, chiedendo, quindi, il rigetto delle domande attoree, in quanto infondate in fatto e in diritto.

In particolare, sotto un primo profilo, le banche convenute hanno rilevato come, rispettivamente, Nuova Banca delle Marche S.p.A. e Nuova Cassa di risparmio di Ferrara S.p.A. fossero soggetti giuridici totalmente nuovi rispetto alle "vecchie" banche, destinati a operare a fini pubblicistici nel quadro della procedura di risoluzione prevista dal D.Lgs. n. 180/2015 quali enti-ponte cessionari delle aziende bancarie già appartenenti agli enti sottoposti a risoluzione. I convenuti, pertanto, hanno dedotto che le azioni relative alle pretese risarcitorie avanzate dagli attori fossero state azzerate dal meccanismo di risoluzione, con la conseguenza di escludere l'esercizio da parte degli azionisti così "azzerati" di ogni pretesa nei confronti degli enti-ponte.

In secondo luogo, i convenuti hanno contestato che i pretesi crediti degli attori risultassero iscritti nei libri sociali obbligatori delle "vecchie" banche, in ragione della circostanza che, secondo la loro prospettazione, anche nelle cessioni relative ad aziende bancarie dovesse operare la regola generale *ex art.* 2560 cod.civ., non derogata dall'art. 58 TUB, ai sensi della quale l'acquirente di azienda commerciale risponde dei debiti inerenti all'esercizio dell'azienda

ceduta anteriori al trasferimento solo se risultanti dai libri contabili obbligatori.

In particolare, un primo aspetto sul quale i provvedimenti in commento hanno preso posizione è quello se l'intervenuto "azzeramento" delle azioni delle "vecchie" banche abbia comportato, oltre all'azzeramento dei diritti amministrativi e patrimoniali strettamente inerenti alle azioni stesse, anche di qualsiasi altra pretesa e, quindi, anche di quelle di natura risarcitoria ad esse connesse.

Negata una tale conclusione, i provvedimenti hanno, invece, affermato la responsabilità risarcitoria degli enti-ponte¹¹⁰ (e, quindi, delle banche prima cessionarie) per la responsabilità in cui sarebbero incorse le "vecchie" banche, poi risolte, per effetto dell'asserita violazione degli obblighi informativi e comportamentali in sede di e al tempo del collocamento delle loro azioni agli attori *ex* azionisti, "azzerati" .

In secondo luogo, è stata confermata la legittimazione passiva e la responsabilità degli enti-ponte cessionari (e poi delle banche incorporanti) sul presupposto che la cessione di rapporti del tipo in questione (di natura bancaria) dovesse essere disciplinata, *ex* artt. 43 e 47 D.Lgs. n. 180/2015, con soluzione analoga a quella disciplinata all'art. 58 TUB, con il conseguente passaggio in capo ai cessionari – oltre di tutti i diritti e le attività - anche di tutte le passività e, quindi, anche di quelle potenziali e latenti, di natura risarcitoria derivanti dall'esercizio dell'attività bancaria; intendendosi tali discipline come derogatorie del principio di diritto comune di cui all'art. 2560, comma 2, cod.civ., secondo cui il cessionario risponde solo dei debiti se risultano dai libri contabili obbligatori¹¹¹.

¹¹⁰ Secondo INZITARI, *La risoluzione e la condivisione concorsuale delle perdite*, cit., pp. 1227 e ss., la cessione di beni e rapporti giuridici all'ente-ponte sortirebbe una piena separazione patrimoniale "in quanto gli azionisti ed i creditori dell'ente sottoposto a risoluzione, come pure i terzi i cui diritti, attività o passività non sono oggetto di cessione, subiscono l'estinzione di qualsiasi pretesa sui diritti, attività e passività oggetto di cessione".

¹¹¹ Cfr. BONFATTI, *La responsabilità degli "enti ponte" (e delle banche incorporanti) per le pretese risarcitorie nei confronti delle "quattro banche" (vantate dagli azionisti "risolti", e non solo)*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, pagg. 9 ss., il quale, senza mobilitare la disposizione di cui all'art. 43, comma 2, D.lgs. 180/2015, per noi decisiva, perviene alla medesima conclusione sostenuta nel testo, vale a dire che la disciplina armonizzata del D.lgs. 180/2015, in tema di

In particolare, sono state accolte le tesi attoree in base alle quali le pretese azionate, non concernendo diritti incorporati nelle azioni ma richieste risarcitorie da illecito, non potessero essere considerate azzerate unitamente alle azioni delle “vecchie” banche¹¹².

Al riguardo, è stato valorizzato, dunque, come le domande attoree riguardassero l’obbligo di risarcimento *ex art. 94 TUF* del pregiudizio subito dagli investitori aderenti all’aumento di capitale offerto in opzione sulla base di prospetto inveritiero e incompleto; obbligo ben distinto dagli obblighi gravanti sugli emittenti i titoli azionari in riferimento ai diritti patrimoniali e amministrativi incorporati nelle azioni.

Sicché, in definitiva, l’azzeramento delle azioni – in tesi sottoscritte sulla base di documenti informativi fallaci provenienti dall’emittente - non potevano di per sé azzerare anche obblighi risarcitori derivanti (non dall’emissione delle azioni ma) da condotte dell’emittente antecedenti.

Accertato che l’azzeramento non potesse considerarsi esteso anche a eventuali pretese d’ordine risarcitorio, è stato rilevato come anche le passività¹¹³ corrispondenti ad obblighi risarcitori degli emittenti derivanti da

responsabilità dell’ente-ponte non intenderebbe derogare al principio che emerge dagli artt. 2560, comma 2, c.c. e 90 T.U.B., ossia che la successione del cessionario d’azienda avviene in relazione ai soli debiti risultanti, rispettivamente, dalle scritture contabili del cedente o dallo stato passivo. Si è visto *supra* però che tali disposizioni hanno *rationes* ed effetti ben diversi. L’art. 2560, comma 2, c.c. non disciplina un fenomeno di successione a titolo particolare nei debiti, a differenza dell’art. 90 T.U.B.

¹¹² Cfr. lo specifico testo del provvedimento di Banca d’Italia del 22.11.2015 ha disposto la cessione alla “nuova” banca di tutte le attività e passività relative all’azienda bancaria, con la sola esclusione delle passività subordinate, categoria questa nella quale non rientrano le passività corrispondenti alle pretese degli attori.

¹¹³ Nei provvedimenti di cessione adottati dalla Banca d’Italia, ma come del resto nel D.Lgs. n. 180/2015, artt. 39 ss., non si parla di “debiti”. L’espressione “passività” impiegata dal D.Lgs. n. 180/2015 è mutuata dal termine inglese “*liability*” (che sta sia per obbligazione, sia per responsabilità). Quando la Dir. 2014/59/UE vuol fare riferimento alla nozione di debiti essa fa uso del termine “*debt*”. Il termine “passività” assume dunque, in questo contesto, un significato autonomo, e significa voce passiva di bilancio. Una interpretazione debitamente sistematica dei provvedimenti della Banca d’Italia, alla luce del D.Lgs. n. 180/2015, non potrà sorvolare sul fatto che l’avvio della risoluzione di un ente creditizio è preceduta, a norma dell’art. 23, D.Lgs. n. 180/2015, da una valutazione analitica, da parte dell’esperto indipendente incaricato dalla autorità di vigilanza. In base all’art. 24, comma 6, D.Lgs. n. 180/2015 la valutazione dell’esperto deve essere accompagnata dalle seguenti informazioni “risultanti dai libri e dai registri contabili”: a) stato patrimoniale più recente e relazione sulla situazione finanziaria; b) analisi e stima del valore contabile delle attività; c) elenco delle passività in bilancio o fuori bilancio, con indicazione dell’ordine di priorità in sede concorsuale. Nel caso della risoluzione delle prime quattro banche italiane, peraltro, la Banca d’Italia procedeva ad assumere una valutazione provvisoria, per motivi di urgenza, a norma dell’art. 25, D.Lgs. n. 180/2015. L’art. 25, comma 2, cit. prevede che la valutazione sia effettuata direttamente dalla Banca d’Italia, ma non richiama l’art. 23,

condotte antecedenti la cessione dovessero, allora, ricomprendersi tra quelle trasferite alle “nuove” banche con le aziende.

Una siffatta conclusione venne raggiunta ricorrendo ad una serie di indici ermeneutici, quali – in primo luogo - il dato letterale, supportata dall’assorbente rilievo della sua aderenza all’insuperabile tenore sia del testo normativo sia del provvedimento dell’Autorità di risoluzione.

Infatti, sulla scorta del percorso ermeneutico svolto sui dati normativi rilevanti (artt. 27 e 43 D.Lgs. n. 180/2015, nonché, soprattutto, dei provvedimenti di Banca d’Italia che a quelle norme hanno dato esecuzione) si è giunti alla conclusione che, secondo il sistema del d.lgs. n.180/2015, il perimetro delle attività/passività degli enti in risoluzione trasferite agli enti-ponte siano delineato dal provvedimento di cessione dell’Autorità di risoluzione e che, nel caso di specie, tale perimetro non contemplasse alcuna espressa esclusione delle passività - sia pure potenziali in quanto non ancora accertate - già sorte in capo alle vecchie banche in dipendenza della loro condotta inadempiente ai doveri informativi previsti dal TUF, quali emittenti le azioni corrispondenti all’aumento di capitale.

Dunque, si è affermato come le passività corrispondenti alle pretese risarcitorie degli attori fossero da ritenere incluse nella cessione delle aziende bancarie disposte in favore degli enti-ponte – convenuti - con il provvedimento di risoluzione; da un lato, tali pretese non essendo di per sé incorporate nelle azioni azzerate, dall’altro, le relative obbligazioni non essendo state espressamente escluse dalla cessione.

Un ulteriore indice ermeneutico è stato individuato nell’assenza di alcuna esplicita esclusione: da questo punto di vista si è concluso nel senso che nessuna esplicita esclusione dalla cessione agli enti-ponte delle passività corrispondenti alle pretese risarcitorie potesse trarsi dalle previsioni di cui alla legge di stabilità n. 208/2015 e al successivo D.L. n. 59/2016 (conv. in l. n. 119/2016).

comma 6, D.Lgs. n. 180/2015. Pertanto, la Banca d’Italia non è tenuta a svolgere una compiuta *due diligence* sulle passività “fuori bilancio”, in tale ipotesi.

In effetti, tale normativa emergenziale si è limitata a prevedere, per le pretese risarcitorie di determinate categorie di investitori ritenute deboli dal legislatore (e sostanzialmente riconducibili ai sottoscrittori di obbligazioni subordinate delle banche entrate in risoluzione che siano persone fisiche), rimedi semplificati ma del tutto “facoltativi”¹¹⁴.

Ulteriore indice è dato dall’inquadramento sistematico. Infatti, la conclusione raggiunta in tali provvedimenti non è stata inficiata dalla valutazione del complessivo impianto della BRRD e del D.Lgs. attuativo, posto che una diversa conclusione, pur se fondata sulla complessiva *ratio legis* di tale normativa si sarebbe risolta in una inaccettabile negazione per gli azionisti delle banche risolte di qualsiasi diritto vantato nei confronti degli enti-ponte - nell’equiparare non correttamente la posizione degli azionisti in quanto titolari nei confronti degli emittenti di diritti incorporati nelle azioni e corrispondenti al loro conferimento con la loro posizione di titolari nei confronti di pretese risarcitorie derivanti da condotte dell’emittente inadempiente rispetto ad obblighi sanciti dal TUF, antecedenti rispetto al conferimento.

Dunque, tale equiparazione non è stata possibile sul piano sistematico generale della responsabilità civile in difetto di una norma che lo disponesse espressamente.

Inoltre, ad ulteriore supporto della tesi circa l’assenza di alcuna esplicita esclusione di tali passività risarcitorie dal novero di quelle cedute con l’azienda agli enti-ponte è stata citata la normativa che *medio tempore* è intervenuta a disciplinare la summenzionata vicenda delle Banche Venete.

In particolare, in tale contesto, con scelta tecnicamente diversa da quella seguita nel caso delle Quattro Banche, è stato previsto che dalla cessione delle

¹¹⁴Come ad es. risulta dall’art. 1, comma 860, l. n. 208/2015, ove si afferma – piuttosto – che “resta salvo il diritto al risarcimento del danno”, con surroga del Fondo di Solidarietà “nel diritto dell’investitore al risarcimento del danno, nel limite dell’ammontare della prestazione corrisposta”. Similmente, deve ritenersi con riguardo all’ulteriore normativa di attuazione di cui ai decreti del 13.6.2017, n. 82 e n. 83 emessi rispettivamente dal Presidente del Consiglio dei Ministri e dal Ministro dell’Economia e delle Finanze, che fanno espressamente “salva la facoltà di proporre dinanzi all’autorità giudiziaria ordinaria azione per il risarcimento del danno nei confronti del soggetto ritenuto responsabile” (art. 4, secondo comma D.M. n. 83).

aziende bancarie da parte dei commissari liquidatori, restassero in ogni caso “esclusi dalla cessione anche in deroga all’art. 2741 c.c.”, (art. 3 D.L. n. 99/2017), oltre alle passività corrispondenti al capitale e alle obbligazioni subordinate (e, quindi, gli obblighi della emittente incorporati nei titoli), le passività individuate dall’art.3, comma 1, lett. a), d.l. n.99/2017.

Ciò, dunque, ha confermato che le pretese risarcitorie azionate nelle vicende processuali in esame non potessero di per sé essere ricondotte alla (diversa) previsione di esclusione che era stata invocata dalle parti convenute, atteso che nel caso in cui il legislatore avesse voluto escludere tali pretese risarcitorie facenti capo agli azionisti nella loro diversa veste di investitori, avrebbe dovuto dettare una esplicita norma in tal senso.

Peraltro, la nozione di “passività” accolta implicitamente è quella di “passività” che “sia pure potenziali in quanto non ancora accertate” già dovevano ritenersi tali (e cioè esistenti) alla data in cui ebbe luogo la cessione dell’azienda bancaria agli enti-ponte.

Si è trattato, quindi, di un titolo di “responsabilità da informazioni inesatte” ovvero di “responsabilità da prospetto”; fattispecie i cui contorni sono tuttora non pienamente definiti, oscillando tra responsabilità precontrattuale, contrattuale ed extracontrattuale, rispetto ai quali – nelle vicende in esame – ha assunto rilievo centrale il dato della sua collocazione temporale.

Ci si è dovuti, allora, in primis interrogare su quale dovesse essere il momento in cui la responsabilità contrattuale o aquiliana potesse dirsi (ove accertata nel prosieguo del giudizio) giuridicamente venuta ad esistenza.

In tal senso – focalizzando l’attenzione sulla più controversa ipotesi della responsabilità extracontrattuale - possono segnalarsi due diversi orientamenti giurisprudenziali: uno che individua il momento genetico dell’obbligazione risarcitoria con quello in cui ha luogo il fatto illecito da cui essa promana, l’altro, prevalente in giurisprudenza, in base al quale l’obbligazione risarcitoria non nasce nel momento e nel luogo in cui si verifici un fatto potenzialmente

idoneo a provocare un danno, ma solo nel momento e nel luogo in cui il danno risarcibile si verifica effettivamente.

Sulla scorta del primo di tali orientamenti, nella fattispecie in esame, si potrebbe ritenere che la responsabilità risarcitoria invocata in giudizio dagli attori sia sorta nel momento in cui si sia consumata la condotta illecita contestata (e, quindi, all'epoca in cui avvenne la sottoscrizione delle azioni, sulla base delle risultanze del prospetto e del bilancio in cui avrebbero riposto determinante affidamento gli attori nella decisione di effettuare l'investimento). Ove si aderisca, invece, al secondo orientamento segnalato, occorre individuare il momento in cui possa ritenersi effettivamente prodottosi il danno asseritamente cagionato dalla condotta illecita contestata.

Tale momento pare, dunque, doversi far coincidere con quello in cui si è determinato l'azzeramento delle azioni.

Alla luce della ricostruzione sopra illustrata dei passaggi procedurali della "risoluzione", può trarsi la conclusione secondo cui al momento in cui ha avuto effetto il trasferimento dell'azienda bancaria (e, quindi, di tutte le attività e passività), il primo elemento costitutivo della "passività" conseguente a una responsabilità risarcitoria di natura extracontrattuale (e/o pre-contrattuale e/o contrattuale) azionata in giudizio può dirsi effettivamente già esistente, quale che sia l'orientamento giurisprudenziale a cui si ritenga di aderire, tra i due più sopra riferiti.

Sotto altro profilo, occorre soffermarsi su un passaggio centrale del percorso ermeneutico seguito dalle sentenze.

Ed infatti, nella ricostruzione del contenuto da attribuire alla nozione di "passività", si è giunti, infatti, a riconoscere che ad essa debbano essere pacificamente ricondotte anche quelle corrispondenti alle pretese risarcitorie degli attori – passività, dunque, sia pure potenziali in quanto non ancora accertate - sulla base dell'assorbente rilievo della sua aderenza all'insuperabile tenore sia del testo normativo sia del provvedimento dell'Autorità di risoluzione, tanto da ritenere del tutto irrilevante nella ricerca della disciplina

applicabile ai casi in esame ogni diversa prospettazione pur se fondata sulla complessiva *ratio legis* di tale normativa.

3. I sistemi (nazionali) di garanzia dei depositi alla luce della risoluzione e gestione delle crisi bancarie (direttive BRRD e DGS¹¹⁵).

I sistemi di garanzia dei depositi svolgono, come noto, una funzione cruciale nella gestione delle crisi bancarie, operando quale parte integrante della rete di sicurezza (“*safety net*”) a tutela dei depositanti e, più in generale, della stabilità complessiva del sistema finanziario¹¹⁶.

Il sistema italiano di tutela dei depositanti si compone di due fondi di garanzia, aventi entrambi la forma giuridica del consorzio di diritto privato istituito tra le banche aderenti: il FITD, operante in via generalizzata per tutte le banche autorizzate in Italia, e il Fondo di Garanzia dei Depositanti del Credito Cooperativo, riservato alla partecipazione delle banche di credito cooperativo.

La natura giuridica privata si riflette anche sui profili gestionali, spettando agli organi dei Fondi, composti da rappresentanti designati dalle stesse banche consorziate, l’adozione delle decisioni di utilizzo delle risorse del DGS e di intervento. Anche sul piano patrimoniale, le risorse necessarie al funzionamento dei sistemi sono fornite dalle banche aderenti, secondo una logica di tipo mutualistico- solidaristica, secondo cui è lo stesso sistema bancario che contribuisce direttamente alla tutela della propria stabilità.

¹¹⁵ Si fa riferimento alla Direttiva 2014/49/UE che armonizza le regole di funzionamento e di finanziamento dei sistemi di garanzia dei depositanti in ambito UE (*Deposit guarantee schemes*, DGS).

¹¹⁶ Cfr., in generale sul tema, *inter alia*, CAPRIGLIONE - CERCONE, *Art. 96, Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di CAPRIGLIONE, Padova, 2001, pp. 747 e ss.; BONFATTI - VATTERMOLI, *I sistemi di garanzia dei depositanti*, in *Il Fallimento e le altre procedure concorsuali*, a cura di PANZANI, Torino, 2000, pp. 747 e ss.; MACCARONE, *Sistemi di garanzia dei depositanti*, in *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di BELLÌ, CONTENUTO, GRIFFI, PORZIO, SANTORO, Bologna, 2003; nonché CERCONE, *Le procedure per la crisi dei gruppi bancari*, in *Le procedure concorsuali, Procedure minori*, diretto da RAGUSA, MAGGIORE E COSTA, Torino, 2001; GALANTI, *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, 2008, pp. 1009 e ss.; COSTI, *L’ordinamento bancario*, Bologna, 2007; BOCCUZZI, *I rapporti tra sistemi di garanzia dei depositanti e autorità di vigilanza nell’esperienza italiana e internazionale*, Working Paper n.5, 2009; MULIERI, *Art. 96 ter, Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di COSTA, Torino, 2013; MECATTI, *Sub art. 96 e ss.*, in *Testo unico bancario*, a cura di PORZIO, Milano, 2010; MIELI, *Crisis management and deposit insurance schemes: the Italian experience and the European perspective*, Roma, 30 settembre- 1 ottobre 2010.

Il sistema di *funding* si è, peraltro, basato sino ad oggi su un meccanismo di contribuzione *ex post*, facente leva sul richiamo degli impegni di pagamento assunti dalle aderenti (e calibrati sull'entità dei rispettivi fondi rimborsabili) a fronte di effettive esigenze di intervento.

Peraltro, su tale meccanismo di finanziamento incide la citata Direttiva DGS-D del 2014, la quale prevede, tra l'altro, il passaggio a un più articolato sistema di *funding*, basato principalmente sul versamento di contributi *ex ante* (fino al raggiungimento di un livello obiettivo) e su un eventuale richiamo di contributi straordinari, nel caso di insufficienza delle risorse finanziarie ai fini del rimborso, oltre al possibile ricorso a fonti alternative di finanziamento (a breve termine).

Di qui, il configurarsi di un nuovo scenario, nel quale si perviene – differentemente dal sistema attuale - alla creazione di veri e propri fondi, rimessi alla gestione del DGS.

L'adesione a uno dei due Fondi è, peraltro, obbligatoria per le banche autorizzate in Italia¹¹⁷, risultando condizione per l'accesso all'attività bancaria.

Quanto agli aspetti funzionali, una breve descrizione delle modalità attraverso cui detti sistemi generalmente intervengono nelle crisi bancarie appare centrale al fine di meglio comprendere la portata della nuova regolamentazione europea in relazione all'ordinamento italiano.

In particolare, accanto alla principale (e obbligatoria) funzione di *paybox* per il rimborso dei depositanti, i Fondi di garanzia sono abilitati a realizzare forme di intervento alternative, normativamente previste e concretamente disciplinate dai relativi statuti.

¹¹⁷ La partecipazione a un DGS è stata resa obbligatoria, per le banche europee, dalla Direttiva 94/19/CE. V. art. 96 TUB, che impone alle banche italiane di aderire a uno dei sistemi di garanzia dei depositi istituiti e riconosciuti in Italia. Per le succursali di banche comunitarie l'adesione a un DGS italiano è facoltativa - per integrare la tutela offerta dal DGS del Paese di origine: al riguardo, deve peraltro segnalarsi come, stante l'avvenuta armonizzazione del livello massimo di garanzia dei depositi in UE, gli spazi per un tale *topping up* risultano oggi sostanzialmente residuali. Le succursali di banche extracomunitarie autorizzate sono infine tenute ad aderire a un DGS italiano, salvo che partecipino a un DGS estero equivalente.

Ai sensi dell'art. 96 *bis* TUB, gli interventi dei DGS si articolano, infatti, in:

- a) obbligatori, consistenti nel *payout* dei depositanti di banche sottoposte a l.c.a. (entro il limite di copertura pari a € 100 mila per deposito)¹¹⁸, con conseguente surrogazione del Fondo nei diritti di questi ultimi verso la liquidazione e con partecipazione dello stesso ai riparti (nei limiti dei rimborsi effettuati), senza godere di alcuna preferenza, salvo che nei confronti dei depositanti medesimi per la parte superiore al limite di euro 100.000,00;
- b) facoltativi, a loro volta articolati in interventi alternativi, a sostegno di operazioni di cessione aggregata di attività e passività, sempre nel contesto della l.c.a. (e a copertura dello sbilancio di cessione)¹¹⁹ e preventivi, volti al risanamento dell'intermediario in a.s.¹²⁰.

Nella scelta dell'intervento, il criterio guida è quello del minor onere (*least cost criterion*), la praticabilità di interventi diversi dal rimborso essendo condizionata all'esistenza, per essi - secondo un giudizio prognostico - di un costo inferiore a quello che il DGS avrebbe sostenuto per il *payout* dei depositanti in caso di liquidazione atomistica dell'ente bancario.

Sul piano pratico, le forme di intervento alternativo hanno fino ad oggi rappresentato, nel nostro ordinamento, l'ordinaria modalità di intervento dei Fondi di garanzia, consentendo di preservare l'integrità del complesso

¹¹⁸ La previsione di un *cap* per il rimborso, insieme all'esclusione di talune fattispecie dal rimborso (riconducibili ad esempio a fondi di pertinenza di operatori qualificati) è volta, in principio, a contrastare possibili fenomeni di *moral hazard* da parte degli intermediari - i.e., il rischio che la garanzia di beneficiare di interventi di rimborso dei depositi o di altra specie di interventi di sostegno in caso di dissesto si risolva in un incentivo al rischio e in una sostanziale deresponsabilizzazione delle banche, in pregiudizio dei canoni di sana e prudente gestione (Cfr. Boccuzzi, *I rapporti tra sistemi di garanzia dei depositanti e autorità di vigilanza nell'esperienza italiana e internazionale*, cit.).

¹¹⁹ In conformità con la logica solidaristica sottostante al sistema del Credito Cooperativo, il FGDC può inoltre effettuare interventi integrativi a sostegno delle BCC consorziate in situazione di temporanea difficoltà, pur in assenza di una formale procedura di gestione della crisi - ma previa elaborazione di un piano di risanamento aziendale.

¹²⁰ L'intervento può assumere la forma di garanzie, assunzione di partecipazioni, altre forme tecniche (cfr. art. 29 Statuto FITD, il quale peraltro precisa che, qualora l'intervento assuma la forma di partecipazione al capitale, la detenzione di tale partecipazione da parte del Fondo debba essere limitata al tempo occorrente per il suo smobilizzo, secondo criteri di economicità).

aziendale e il valore di avviamento dell'ente insolvente, nonché di garantire la continuità dei servizi forniti da quest'ultimo (grazie al subentro di un nuovo intermediario "sano" e solvibile nei relativi rapporti).

Nell'assetto descritto, il coordinamento tra azione del DGS e Autorità di Vigilanza appare logicamente irrinunciabile. Ferma l'autonomia e la natura privata dei sistemi di garanzia, sono pertanto coerentemente previsti puntuali momenti di raccordo tra Fondo di garanzia e l'Autorità, a cui spettano taluni poteri autorizzativi, in relazione a specifici aspetti, strutturali e operativi, del DGS.

Tra di essi, rilevano in particolare:

- a) il potere di approvare gli statuti (connesso, in definitiva, con il potere di riconoscere il DGS stesso), il quale peraltro lascia intatta la natura di questi ultimi quali atti di autonomia privata del sistema di garanzia;
- b) quello di autorizzare l'esclusione degli aderenti in caso di gravi inadempienze;
- c) quello di autorizzare tutti gli interventi, potere che si esercita nella fase della concreta attivazione del sistema di garanzia e, dunque, nel quadro di una formale procedura di crisi (o pre-crisi).

Si tratta di poteri che, pur se ritenuti da taluni tanto incisivi da condizionare l'autonomia dei Fondi, risultano funzionali ad assicurare la necessaria coerenza dell'azione del DGS (da questo decisa in autonomia) con le concrete modalità di soluzione della crisi aziendale, nonché, più in generale, con la normativa (legislativa e statutaria) di riferimento: si tratterebbe, in definitiva, di poteri limitati a un controllo di legalità dell'operato del Fondo, volti (esclusivamente) a verificarne la compatibilità con i generali obiettivi della tutela dei depositanti e di stabilità del sistema bancario¹²¹.

¹²¹ Valorizzano l'opportunità di tali poteri alla luce della correlazione esistente tra sistemi di garanzia dei depositi e procedure di crisi, GIORGIANNI - TARDIVO, *Diritto bancario. Banche contratti e titoli bancari*, Milano, 2006, p. 341;

Sul sistema così delineato, incide oggi, sotto più profili, la nuova regolamentazione europea in materia di gestione e risoluzione delle crisi bancarie – che prosegue il processo di armonizzazione dell’ordinamento bancario già avviato con la costituzione dell’SSM¹²².

In tale ambito si innestano, inoltre, i nuovi orientamenti della Commissione sugli aiuti di stato al settore bancario (cfr. Comunicazione della Commissione Europea del 2013: v. *infra*), che delineano nuove modalità di gestione e di finanziamento delle crisi, le quali, in prospettiva, sembrano condurre ad una reinterpretazione del ruolo tradizionalmente svolto nelle crisi dai DGS italiani¹²³.

La nuova impostazione incide, tra l’altro, anche sugli spazi e sulle condizioni per l’attivazione dei sistemi di garanzia dei depositi nell’ambito di procedure di gestione delle crisi, con particolare riguardo alla praticabilità di interventi di sostegno diversi dal rimborso dei depositi¹²⁴.

Nonostante la Direttiva DGS riconosca espressamente l’uso dei sistemi di garanzia anche per finalità diverse rispetto al *payout* dei depositi, prevedendo articolate forme di intervento, da un lato resta fermo il principio

BOCCUZZI, *I rapporti tra sistemi di garanzia*, cit., p. 24. Per un parallelo tra (i limiti del) potere autorizzatorio dell’O.d.V. sugli statuti dei DGS e quello sugli statuti delle banche, v. CERA, *Autonomia statutaria delle banche e vigilanza*, Milano, 2001. La previsione di poteri autorizzatori e le istanze di coordinamento con l’Autorità di vigilanza ad essa connesse trovano, peraltro, riscontro anche in altri ordinamenti, ove si giunge a prevedere un vero e proprio assoggettamento dei sistemi di assicurazione dei depositi al controllo delle Autorità (cfr. Germania) ovvero ove gli stessi DGS svolgono anche funzioni di vigilanza (v. negli USA). Peraltro, la stessa direttiva DGS richiede che l’Autorità vigili “continuativamente” sul DGS, al fine di accertare il rispetto della normativa applicabile (art. 4, comma 7).

¹²² Si fa riferimento alla recente entrata in vigore del sistema di vigilanza unico (*Single Supervisory Mechanism*) ai sensi del Reg. UE n. 1024/2013 (Reg. SSM), che accentra in capo alla BCE specifici compiti in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi e che costituisce il primo pilastro dell’Unione Bancaria; il secondo pilastro è costituito, appunto, dal sistema di risoluzione unico (SRM), pienamente operativo a partire dall’1.1.2016, mentre l’istituzione del terzo pilastro, il sistema unico di garanzia dei depositi “pan- europeo”, è stata al momento rinviata, optandosi piuttosto per la creazione di un set normativo armonizzato applicabile ai sistemi di garanzia dei depositanti in ambito UE (in punto di livello di protezione e oggetto della garanzia; tempi per il rimborso; modalità di intervento; *funding* e criteri di contribuzione; informativa ai depositanti).

¹²³ Cfr. sul tema DE POLIS, *Unione Bancaria e gestione delle crisi: un modello di Banca in trasformazione Italia e UE a confronto*, Monza, 3 ottobre 2014; STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale - Dal Testo unico bancario all’Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri* (Atti del convegno del 16.9.2013).

¹²⁴ Quanto alla funzione di rimborso, tra le novità poste dalla direttiva DGS vi è una riduzione dei termini per il rimborso, portati dagli attuali 20 giorni (dalla data di produzione degli effetti della l.c.a.)- prorogabile dalla Banca d’Italia per non più di ulteriori 10 giorni- a 7 giorni lavorativi, salva la previsione di un periodo transitorio per un adeguamento graduale (entro il 31/12/2023).

per cui la funzione primaria del DGS è il rimborso dei depositanti di banche insolventi; dall'altro, la possibilità di ricorrere alla dotazione dei fondi di garanzia per realizzare interventi alternativi risulta, comunque, condizionata al rispetto di specifici principi e presupposti (con conseguenze potenzialmente rilevanti sull'assetto italiano finora vigente).

Da una lettura combinata delle Direttive DGS e BRRD emergono, in particolare, tre *species* di intervento ulteriori rispetto al rimborso (le prime due lasciate alla previsione discrezionale degli Stati Membri, l'ultima obbligatoria - insieme al rimborso):

- a) interventi "preventivi", a favore di banche in crisi, volti a evitarne il fallimento – che oggi essenzialmente si collocano nel contesto dell'*early intervention* (v. *infra*);
- b) interventi a sostegno a cessioni aggregate di attività e passività realizzate nell'ambito di procedure di insolvenza nazionali (*i.e.*, liquidazione coatta amministrativa), volte a preservare l'accesso ininterrotto ai depositi garantiti;
- c) interventi volti a finanziare la *resolution* della banca insolvente, il DGS essendo in tal caso chiamato svolgere una funzione di *loss absorber* in sostituzione dei depositanti protetti - fino a livello di protezione – (in caso di *bail in*, erogando all'ente in risoluzione un importo corrispondente all'ammontare di cui i depositi protetti sarebbero stati svalutati per assorbire le perdite ove fossero stati inclusi nello strumento; nel caso di applicazione degli altri *resolution tools*, versando una somma pari all'ammontare delle perdite a cui detti depositanti garantiti sarebbero esposti)¹²⁵.

Tali forme di intervento, pur se diversamente configurate, risultano sostanzialmente in linea con quelle fino ad oggi previste dalla normativa (legislativa e statutaria) inerente ai Fondi di garanzia. Il criterio guida nella selezione della misura da attuare resta, peraltro, quello del minor onere, il DGS potendo realizzare interventi alternativi qualora i costi per esso sostenuti

¹²⁵ Si parla, invero, di "*bail-in virtuale*" del DGS. Cfr. art. 11 DGS - D.

non superino quelli che il medesimo DGS dovrebbe sostenere per il rimborso nell'ambito di un'ordinaria procedura liquidatoria¹²⁶.

Sul piano pratico, va, del resto, considerato che in risoluzione, per il principio del “salvataggio interno”, il DGS può intervenire solo dopo che gli azionisti e i creditori dell'intermediario siano stati chiamati a coprire in prima battuta le perdite: di qui, la considerazione per cui un suo intervento nell'ambito di tale “procedura”¹²⁷ sarà configurabile soltanto in via residuale, dopo che i citati soggetti abbiano contribuito all'assorbimento delle perdite e per la parte da essi non coperta¹²⁸.

Anche nel rinnovato regime sembra, dunque, volersi preservare la multiforme funzione dei Fondi di Garanzia nazionali, pur in un contesto in cui nuovi istituti per la gestione delle crisi e nuovi meccanismi di finanziamento delle stesse finiscono in vario modo per condizionare l'attuabilità di forme di intervento diverse dalla *paybox function*.

Sotto un primo profilo, la disciplina della risoluzione delle crisi si traduce in un primo limite all'utilizzo dei Fondi di garanzia per misure “preventive” e “alternative”. Come osservato, in sede di risoluzione il DGS può, infatti, intervenire esclusivamente (e in via residuale) per assorbire le perdite e preservare l'accesso ai depositi protetti: di qui, la considerazione per cui uno spazio per forme di intervento diverse (da quella di *loss absorber*) da parte del DGS potrà ravvisarsi solo al di fuori (o prima) della *resolution*.

¹²⁶ Cfr. art. 86, comma 4, D.lgs. 180/2015; Considerando 16 DGS-D; art. 108 BRRD, il quale, con riferimento ad interventi effettuati nel contesto della *resolution*, dispone, peraltro, che qualora (a seguito di una valutazione effettuata, dopo la risoluzione, da un esperto indipendente ex art. 74 BRRD) emerga la violazione di tale *least cost criterion* per il DGS, quest'ultimo abbia diritto al rimborso della differenza (tra gli oneri subiti e quelli che avrebbero sostenuto in sede di liquidazione) da parte del Fondo di risoluzione.

¹²⁷ Cfr. STANGHELLINI, cit., pp. 155 e ss., per il quale la *resolution* non configura una “procedura” di gestione della crisi, individuando piuttosto un insieme di strumenti per il suo superamento, funzionali a garantire la continuità delle funzioni essenziali dell'intermediario, evitare effetti sistemici, salvaguardare i fondi pubblici e tutelare i depositanti (cfr. art. 31 BRRD).

¹²⁸ Al riguardo, tenuto conto della posizione del DGS nella risoluzione (avente un rango e una protezione, nella gerarchia dei creditori, parificati ai depositanti), esso potrà essere chiamato a intervenire solo dopo che gli azionisti e i creditori di rango inferiore siano stati chiamati ad assorbire le perdite e nei casi in cui tale partecipazione non sia sufficiente (di cui, la considerazione per cui, in risoluzione un intervento del DGS, presuppone almeno un avvenuto *bail in* minimo dell'8% delle passività totali (e un contributo del fondo di risoluzione fino al 5% delle stesse). Un ulteriore limite all'attivazione del DGS in risoluzione discende dalla previsione per cui, in tale sede, il contributo da esso erogato non può eccedere il 50% del livello-obiettivo stabilito dalla DGSD stessa).

Il sistema della BRRD si fonda, infatti, su un meccanismo “privato” di finanziamento delle azioni di risoluzione e superamento della crisi, il quale attinge, primariamente, a risorse reperite all’interno dell’intermediario (con la riduzione o conversione di azioni, strumenti di capitale e altre passività) nonché, ove esse siano insufficienti, alla dotazione finanziaria di un Fondo di risoluzione appositamente costituito e alimentato dallo stesso sistema finanziario. In tale quadro, nonostante entrambi i fondi (di garanzia e di risoluzione) si pongano a presidio della stabilità finanziaria del sistema, il mandato dei DGS resta circoscritto all’erogazione di un contributo volto a preservare l’accesso ai depositi protetti, laddove la funzione del Fondo di risoluzione è, sostanzialmente, quella di finanziare le azioni di risoluzione.

Il rapporto di alternatività tra risoluzione e interventi diversi dal *payout* emerge peraltro dall’art. 11 della Direttiva DGS, da cui si ricava come quegli interventi siano praticabili nelle fattispecie in cui, in definitiva, non ricorrano i presupposti per un’azione di risoluzione (o comunque quando questa non sia stata avviata).

Atteso che uno dei presupposti per la *resolution* è l’esistenza di un interesse pubblico¹²⁹, può ragionevolmente affermarsi che un intervento alternativo del DGS sarà possibile nei casi in cui difetti tale interesse, come presumibilmente sarà nei casi di crisi di intermediari minori e non sistemici: per questi dovrebbe, dunque, escludersi, in principio, un tema di *public interest* che possa giustificare la risoluzione, risultando, pertanto, più plausibile una loro liquidazione secondo le procedure ordinarie.

Sotto altro profilo, un’area di praticabilità di interventi preventivi pare prospettabile nella fase che precede il dissesto, vale a dire in sede di *early intervention*, ovvero quando, pur essendo l’intermediario ritenuto *failing* (o *likely to fail*) secondo la valutazione dell’Autorità di Vigilanza, proprio l’intervento preventivo del DGS permetterebbe di superare tale situazione. A

¹²⁹ Interesse che ricorre quando la risoluzione è necessaria e proporzionata per conseguire gli obiettivi della risoluzione e la sottoposizione della banca a l.c.a. non consentirebbe di realizzare tali obiettivi nella stessa misura: cfr. art. 20 co. 2 del D.lgs. 180/2015.

tale ultimo riguardo, proprio alla luce dei presupposti normativamente previsti per l'avvio di un'azione di risoluzione, l'intervento del DGS potrebbe assumere una portata del tutto peculiare: atteso infatti che per la risoluzione si richiede, da un lato, che l'ente sia in dissesto o a rischio di dissesto e, dall'altro, che non esistano misure alternative che consentano "di superare la situazione di crisi in tempi adeguati", pare possibile affermare che ogniqualvolta appaia che un intervento del Fondo di garanzia (in termini, ad es., di conferimenti, apporti al patrimonio, concessione di garanzie) possa risanare l'intermediario, tale intervento potrà ragionevolmente essere considerato una misura "alternativa", idonea a evitare (prevenire) la risoluzione – oltre che la liquidazione coatta¹³⁰ – dell'ente.

Così ricostruiti gli spazi per interventi diversi dal rimborso, il grado di probabilità ed effettiva praticabilità degli stessi deve essere vagliato sotto un duplice ordine di profili: per un verso viene in rilievo il rango accordato, nell'ambito delle procedure di liquidazione, al credito del DGS surrogatosi nei diritti dei depositanti garantiti per effetto dei rimborsi effettuati; per altro verso, assume rilievo l'inquadramento giuridico di tali interventi alternativi in relazione alla disciplina degli aiuti di stato.

Sotto il primo profilo, con una previsione che in parte innova l'ordinamento nazionale, il credito dei sistemi di garanzia (verso la l.c.a.) derivante dal *payout* dei depositanti protetti si vede accordato il medesimo grado di priorità riconosciuto ai depositanti medesimi, nella gerarchia dei creditori, collocati al primo posto in tale gerarchia (cd. *depositor preference*): tale regola, parificando il DGS al depositante garantito, comporterà una situazione in cui il primo, surrogatosi al secondo, risulterà preferito, nei riparti, a tutti gli altri creditori chirografari e agli stessi depositanti per la

¹³⁰ Si ricordi infatti che, ai sensi dell'art. 17 del D.lgs. 180/2015, in combinato disposto con l'art. 20 dello stesso decreto, costituiscono presupposti comuni alle procedure di l.c.a. e di risoluzione: (i) lo stato di dissesto o di rischio di dissesto della banca e (ii) la ragionevole assenza di misure alternative che consentirebbero di superare detto stato di dissesto in tempi adeguati (tra cui, peraltro, l'intervento di un sistema di tutela istituzionale): ciò, in un contesto ove il discrimine tra risoluzione e liquidazione è costituito, come anticipato, dall'esistenza o meno di un interesse pubblico (accertato dall'autorità di risoluzione), tale che solo la *resolution* consentirebbe di realizzare in modo adeguato gli obiettivi di cui all'art. 21 del D.lgs. stesso, e non anche la l.c.a..

parte superiore alla soglia garantita¹³¹ (cfr. art. 91, comma 1 *bis*, TUB¹³²). Un'innovazione che, letta in combinato con il principio del minor onere (per cui i costi sostenuti per l'intervento alternativo non possono superare quelli associati al rimborso diretto in liquidazione) quale perdurante condizione per l'attuazione di interventi alternativi, non può non riflettersi sulle valutazioni di convenienza sottostanti alla scelta dell'intervento, da parte del medesimo DGS.

In particolare, tenuto conto che tale grado di priorità è accordato al credito del Fondo di garanzia nei (soli) casi di rimborso in liquidazione (a cui sono parificati quelli di *loss absorber* nel quadro della *resolution*), pare, dunque, prospettarsi uno scenario in cui saranno presumibilmente inferiori gli incentivi dei sistemi di garanzia alla realizzazione di interventi alternativi, con la conseguenza che un loro coinvolgimento in tal senso corrisponderà ad un'ipotesi residuale o comunque potrebbe risultare meno frequente. Ciò che, stante il ruolo tradizionalmente svolto dai sistemi di garanzia dei depositi nell'ordinamento italiano – come osservato, per lo più attivati a sostegno di operazioni di cessione di attività e passività di banche insolventi – potrà comportare conseguenze non trascurabili sulla loro operatività e, più in generale, sulle modalità di sostegno di intermediari in crisi.

Da ciò consegue un concreto limite nella tutela dei depositanti, atteso che l'internalizzazione delle perdite, ove il risparmiatore coinvolto veda azzerata la propria posizione creditoria, non è in grado di dare pieno adempimento al già menzionato criterio del «*no creditor worse off*».

Da qui i dubbi in materia manifestati dalla stessa Banca d'Italia, la quale al fine di evitare l'immediata applicazione del *bail-in* - nell'ambito dei

¹³¹ La preferenza opera sia nel contesto della liquidazione coatta, che della risoluzione (nei casi il DGS abbia erogato il contributo come *loss absorber*). Cfr. Considerando 111 e art. 108 BRRD .

¹³² In conformità con quanto previsto dalla BRRD, è stata altresì accordata una priorità rispetto agli altri creditori chirografari (pur se inferiore al rango riconosciuto ai crediti dei depositanti garantiti e dei DGS) alla parte dei depositi superiore alla soglia protetta (100.000 €) di persone fisiche, micro, piccole e medie imprese. Il testo definitivo del D.lgs. 16 novembre 2015, n. 181, ha peraltro rinviato alle procedure di l.c.a. e risoluzione avviate dopo il 1.1.2019 l'applicazione della cd. *depositor preference* "allargata", i.e. estesa "agli altri depositi" (vale a dire ai depositi oltre i 100.000 € di soggetti diversi da persone fisiche, micro, piccole e medie imprese), preferiti all'insieme dei creditori chirografari pur se dopo i depositi garantiti e quelli superiori alla soglia di protezione dei soggetti sopra indicati.

negoziati sulla BRRD - avanzò con insistenza la richiesta, non accolta nella versione finale di tale direttiva, di «rinviare (...) [la sua adozione] (...) al 2018, così da consentire la sostituzione delle obbligazioni ordinarie in circolazione con altre emesse dopo l'entrata in vigore del nuovo quadro di gestione delle crisi e, dunque, collocate e sottoscritte avendo presenti i nuovi scenari di rischio»¹³³.

Non a caso, in tale ordine logico, il governatore Visco, successivamente all'entrata in vigore del *bail-in*, ha auspicato l'applicazione della clausola della BRRD «che ne prevede la revisione, da avviare entro giugno 2018», allo scopo di allineare la disciplina europea con gli standard internazionali; auspicio che, sia pur in ritardo, sembra venga ora accolto dai vertici UE, i quali ne hanno programmato la riforma da realizzare entro il corrente anno¹³⁴.

Nel recepire la BRRD il legislatore italiano ha avvertito l'esigenza di scongiurare, nello svolgimento della procedura di risoluzione, il verificarsi di possibili discriminazioni tra categorie di creditori, sì da evitare in tal modo il possibile insorgere di contenziosi. Tale necessità è stata ravvisata anche dalla Banca Centrale Europea¹³⁵, la quale - nel parere espresso il 16 ottobre 2015 propedeutico al recepimento della BRRD - ha puntualizzato che «l'assegnazione di un rango più elevato a tutti i depositi» avrebbe potuto minimizzare «il rischio di pretese di indennizzo basate sul principio per cui nessun creditore può subire perdite maggiori di quelle che avrebbe subito secondo una normale procedura di insolvenza»¹³⁶.

¹³³ Cfr. BARBAGALLO, *Audizione nell'indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano*, Roma, 9 dicembre 2015 Camera dei Deputati Sesta Commissione Finanze, p. 13.

¹³⁴ Cfr. l'editoriale di DAVI-LONGO, *Bail-in, la Commissione UE accelera i tempi della riforma*, pubblicato da *IlSole24Ore* del 6 aprile 2017, ove si precisa che detta riforma «riguarda la gerarchia dei titoli da colpire in caso di *crack* bancario», all'uopo sottolineando: (i) «tutti i depositi bancari [anche quelli delle grandi imprese] (...) [dovrebbero essere] (...) più tutelati delle obbligazioni senior in caso di *bail-in*»; (ii) «verrebbe creata una nuova tipologia di titoli (chiamati «*senior non preferred*») da colpire prima delle obbligazioni *senior*».

¹³⁵ Ci si riferisce al parere della BCE del 16 ottobre 2015 sui due decreti legislativi di recepimento adottati dall'Italia e relativo al risanamento e alla risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento (CON/2015/35); parere consultabile sul sito internet della Banca centrale europea.

¹³⁶ E, dunque, non solo ai crediti relativi a depositi protetti sulla base dei sistemi di garanzia dei depositanti e ai depositi oltre la soglia garantita di persone fisiche, micro, piccole e medie imprese (così come previsto nella direttiva).

Si fa riferimento, dunque, alla cd. *depositor preference* estesa, adottata dal legislatore italiano in conformità alla BRRD (la quale ha concesso agli Stati il potere di prevedere livelli di tutela differenziati rispetto a quelli ivi contemplati, adottando o mantenendo disposizioni aggiuntive e più rigorose di quelle in quest'ultima stabilite).

Muovendosi, in tale ordine logico, il legislatore italiano ha esteso a tutti i depositi il trattamento privilegiato riservato a quelli non garantiti di persone fisiche e PMI (e, dunque, a quelli interbancari e delle grandi imprese), per tale via modificando il *pecking order* previsto dalla normativa europea¹³⁷. Invero, lo stesso Eurogruppo, nel recente passato, aveva già manifestato la volontà di evitare che i depositi, nel corso della procedura di cui trattasi, fossero sottoposti al medesimo regime delle obbligazioni non garantite.

Va, tuttavia, tenuto presente che, al fine di tutelare la posizione degli obbligazionisti in possesso di titoli emessi prima dell'entrata in vigore dei decreti nn. 180 e 181 del 2015¹³⁸, il legislatore italiano ha previsto un periodo transitorio (fino al 1° gennaio 2019) nel quale la *depositor preference* estesa non è resa operativa. Sul punto, va evidenziato il diverso orientamento del legislatore tedesco e di quello spagnolo in ordine alle soluzioni delle problematiche in discorso; stante l'opzione normativa del primo di sottoporre a *bail-in*, dal 1° gennaio 2017, i *senior unsecured bonds* con priorità rispetto alle

¹³⁷ Evidenzia CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Torino, 2017, p. 152 come «nell'intento di rimediare ai rischi del bail-in, il legislatore ... sia ... incorso ... in una palese violazione del principio della *par condicio creditorum*: di ciò, peraltro, sembra esso stesso aver consapevolezza, come è dato desumere da un rinvio alle calende greche (1° gennaio 2019) dell'applicazione dell'art. 91, comma 1 *bis*, lett. c), 33 T.U.B.; in argomento cfr., altresì, BONFATTI, *La disciplina della depositor preference e il ruolo dei sistemi di garanzia dei depositanti*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 2016. Sottolinea SABATINI, *Schemi di d.lgs. relativi all'attuazione della direttiva 2014/59/UE, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi (Atto 208 e Atto 209)*, audizione del 27 ottobre 2015, presso il Senato della Repubblica VI Commissione (Finanze e Tesoro), consultabile sul sito internet dell'ABI, secondo il quale (p. 6) «nell'ambito degli spazi di manovra concessi al legislatore nazionale dal testo della direttiva, i decreti prevedono una modifica del *pecking order*, e quindi anche nell'applicazione del *bail-in*. In particolare, viene introdotta la c.d. "*depositor preference estesa*", che concede un privilegio nel *pecking order* ai depositi di tutte le imprese (depositi "corporate") e ai depositi interbancari non garantiti rispetto agli altri creditori chirografari, che si aggiunge al privilegio concesso ai depositi non garantiti di persone fisiche e delle PMI, come espressamente previsto dalla BRRD».

¹³⁸ Cfr., al riguardo, SABATINI, *Schemi di d.lgs. relativi all'attuazione della direttiva 2014/59/UE, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi (Atto 208 e Atto 209)*, cit., il quale ritiene che la previsione di un periodo transitorio permette, altresì, «la ricomposizione della struttura del passivo (in particolare raccolta a medio lungo termine) evitando impatti negativi di breve termine che potrebbero causare riflessi nel costo della raccolta con i conseguenti effetti sulla offerta di credito all'economia reale».

altre passività non garantite; laddove, il secondo ha introdotto una nuova classe di debito (*Tier 3* o *senior* contrattualmente subordinati).

Detta difformità di indirizzo tra i regolatori degli Stati membri apre la possibilità al dubbio che la disciplina europea, pur lasciando margini di intervento ai legislatori nazionali, può esporre i variegati sistemi normativi al rischio di sostanziali divergenze tra loro; pericolo, questo, che se non viene affrontato adeguatamente in sede di revisione della BRRD, potrebbe ostacolare il raggiungimento dell'obiettivo, avuto di mira dal legislatore sovranazionale, di un'effettiva armonizzazione delle procedure di risoluzione degli enti creditizi a livello UE (obiettivo menzionato, peraltro, espressamente nel considerando 4 della direttiva 2014/59/UE).

Rileva, al riguardo, la difficoltà nella quale potrebbe incorrere, ad esempio, la competente Autorità di risoluzione nell'ipotesi di bail-in applicato allo scopo di affrontare la crisi di un gruppo transfrontaliero; ipotesi cui è connesso il rischio di dover trattare i creditori della banca in crisi diversamente in ragione delle differenti regole esistenti all'interno dei paesi di riferimento¹³⁹.

Per evitare tali inconvenienti, pertanto, si auspica che il legislatore europeo intervenga prontamente con una compiuta rivisitazione della materia.

4. L'impatto del *bail-in* sul sistema di protezione dell'investitore e sulle obbligazioni bancarie vendute alla clientela: gli *Statements* dell'ESMA e le linee di intervento della CONSOB

L'entrata in vigore della direttiva BRRD e la risoluzione delle quattro banche hanno riportato l'attenzione sulla necessità di aumentare il livello di consapevolezza degli investitori *retail* circa la pericolosità dei titoli bancari e, in generale, sull'esigenza di innalzare le tutele previste dall'ordinamento a protezione dei risparmiatori.

¹³⁹ Cfr., al riguardo, SABATINI, *Schemi di d.lgs. relativi all'attuazione della direttiva 2014/59/UE, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi (Atto 208 e Atto 209)*, cit., p. 7, che sostiene debba essere determinato il *pecking order* in modo univoco in tutti gli Stati membri.

Ed infatti, posto che il ricorso al *bail-in* costituisce un intervento autoritativo notevolmente invasivo nei confronti degli azionisti e dei creditori, in quanto, attraverso il c.d. *haircut*, l'Autorità di risoluzione procede d'ufficio a una riduzione forzosa di valore in danno di azioni, debito subordinato e creditori non garantiti¹⁴⁰, il problema - di per sé riguardante l'intero mercato europeo - è parso subito particolarmente critico per un paese come l'Italia, in cui un terzo delle obbligazioni bancarie sono detenute dalle famiglie, con un'incidenza media sul portafoglio che resta ancora, nonostante tutto, assai più elevata di quanto non accada altrove¹⁴¹.

Le specificità evidenziate spiegano anche perché l'Autorità di vigilanza italiana sia stata la prima ad intervenire, indicando subito agli intermediari la necessità, in applicazione dei doveri di diligenza, correttezza e trasparenza imposti dalla disciplina in materia di servizi di investimento, di fornire agli investitori informazioni appropriate circa le novità introdotte dai d.lgs. nn. 180 e 181 del 2015, che li pongano in condizione di assumere consapevoli scelte d'investimento e di riconsiderare le proprie procedure per la formulazione dei giudizi di adeguatezza e di appropriatezza al fine di valutare l'eventuale impatto sulle stesse delle innovazioni in discorso.

L'esigenza di un'accurata *disclosure* ai risparmiatori in relazione agli effetti conseguenti alle misure di risoluzione conseguenti al recepimento della BRRD è stata ulteriormente confermata da un comunicato ufficiale dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), che ha ricordato alle banche e alle imprese di investimento l'obbligo di agire, comunque, nel migliore interesse del cliente, richiamandole ad osservare una particolare cautela nei confronti della clientela *retail*, che potrebbe non essere in grado di percepire correttamente i rischi del *bail-in*.

¹⁴⁰ V. art. 53, Direttiva 2014/59/UE, cit.

¹⁴¹ Cfr. SANTORO, *Crisi bancarie, ruolo dell'informazione e protezione del cliente*, in *Crisi dell'impresa e ruolo dell'informazione*, Atti VIII Incontro italo-spagnolo di diritto commerciale (Napoli, 25 settembre 2015), a cura di PACIELLO e GUIZZI, Milano, 2016, p. 215 ss.; GUIZZI, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in *Corr. giur.*, 2016, p. 745 ss.; DOLMETTA, *Le tutele mancanti*. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio», in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 2016; RAGANELLI, *Crisi bancarie e giustizia europea*, in *AGE*, 2016, p. 458; GRECO, *La tutela del risparmiatore alla luce della nuova disciplina di «risoluzione» delle banche*, in *Banca, impr., soc.*, 2016, p. 89 ss..

Nel merito dello *Statement* diffuso il 2 giugno 2016, l'autorità europea ha sottolineato, anzitutto, la necessità che la *disclosure* sugli strumenti assoggettabili a misure di risoluzione fosse «*fair, clear and not misleading*», affinché i clienti (compresi coloro che già ne possiedono) possano comprenderne le caratteristiche e i rischi correlati.

A tale affermazione di principio si è accompagnata poi l'individuazione di un *set* minimo di informazioni che dovrebbero essere comunicate alla clientela «*at the point of sale*», in tempo utile e, in ogni caso, prima della conclusione delle transazioni.

L'ESMA ha, comunque, evidenziato che, in conformità dell'art. 29 Dir. 2006/73/CE, di attuazione della MiFID I, i clienti dovrebbero, altresì, essere «*properly informed, in good time*» di qualsiasi modifica rilevante delle informazioni riguardanti gli strumenti assoggettabili a misure di risoluzione.

Inoltre, negli ultimi anni, si registrano, da parte della Consob, linee interventistiche che semplificano la regolazione concernente il collocamento di taluni prodotti con l'ovvia conseguenza di ridurre i margini di tutela degli investitori.

Pertanto, detta autorità evidenzia un atteggiamento distonico nella propria azione: per un verso, adoperandosi per superare le difficoltà di una congrua ripresa e le attuali tendenze deflazionistiche (alimentate dalla riduzione dei consumi e degli investimenti); per altro verso, lasciando liberi gli intermediari di attivarsi in modalità che contrastano la trasparenza dei rapporti negoziali (tra l'altro eliminando dai «prospetti informativi» gli scenari probabilistici e, in particolare, l'indicazione del rendimento medio atteso per l'investimento e della relativa probabilità).

In tale contesto, particolare rilievo assume il trattamento disciplinare riservato alle obbligazioni bancarie vendute dagli intermediari alla clientela. In conformità alle «Linee Guida», da tale autorità validate nel 2009, il *set* informativo riguardante i titoli a struttura complessa avrebbe dovuto riportare «*gli scenari di rendimento calcolati sulla base di una metodologia coerente con il*

*principio di neutralità al rischio, ed elaborati secondo metodologie oggettive*¹⁴²»; per converso, a seguito di riscontri empirici, si è osservato che in un rilevante numero di banche «*gli scenari probabilistici avrebbero segnalato il rischio di perdere quasi il 50% del capitale*». Da qui l'ovvia presa d'atto di una assoluta carenza di informativa trasparente e comprensibile e di una contestuale assenza di controlli efficaci sull'attività svolta dagli intermediari.

Se ne deduce che i titoli subordinati¹⁴³ inclusi dalla normativa speciale tra quelli a struttura complessa sono stati considerati dall'autorità di settore alla stregua di «*prodotti semplici*» e, per l'effetto, ne è derivato il sostanziale svuotamento della profilatura dei rischi che, in numerose fattispecie, è dato riscontrare.

Sono innegabili, quindi, le implicazioni negative delle menzionate facilitazioni recate dalla normativa Consob, le quali - esonerando gli intermediari da regole di condotta particolarmente gravose - hanno incentivato il collocamento di grandi quantitativi di titoli subordinati anche presso le famiglie.

Un decisivo impulso nella direzione sopra indicata è derivato dalle importanti innovazioni disciplinari adottate in ambito europeo. L'approvazione della dir. 2014/65/ UE del Parlamento Europeo e del Consiglio (relativa ai mercati degli strumenti finanziari), denominata MiFID II - nel ridefinire la regolazione disposta precedentemente (direttiva n. 2004/39/CE), alla quale in diverse occasioni erano state recate numerose modifiche sostanziali ed implementazioni (si vedano rispettivamente le dir. 2006/31/CE e 2006/73/CE) offre la possibilità all'autorità nazionale di settore di procedere a forme di regolazione dell'adeguatezza dei «prodotti finanziari» (alle esigenze e

¹⁴² Cfr. DILENA, *Obbligazioni subordinate, così la Consob ha lasciato mano libera ai banchieri*, in *Gli Stati generali*, 12 dicembre 2015, ove si precisa, tra l'altro, «dal 2011, appena divenuto presidente, Vegas intraprende una politica tutta favorevole all'industria finanziaria e agli emittenti: la parola d'ordine è semplificare, alleggerire. Andando ben al di là di un orientamento emerso in sede europea, che però di fatto lasciava libere le autorità nazionali di seguire l'approccio ritenuto più consono alla tutela dell'investitore».

¹⁴³ Si rammenta che i titoli subordinati sono strumenti finanziari che presentano alcune caratteristiche dei prodotti obbligazionari e degli strumenti di partecipazione al capitale. In caso di insolvenza o di liquidazione dell'emittente, i detentori di titoli subordinati (c.d. creditori subordinati) sono rimborsati dopo i detentori di obbligazioni ordinarie, ma prima degli azionisti. Essi offrono un rendimento più elevato, quale contropartita del rischio finanziario così assunto dai loro detentori.

caratteristiche degli investitori) maggiormente coerenti rispetto a quelle attualmente in vigore.

Peraltro, il recepimento e l'applicazione nei singoli Stati Membri della regolamentazione costituita dalla direttiva MiFID II, originariamente previsti per il 3 gennaio 2017, sono stati (il 10 febbraio 2016) posticipati di un anno (3 gennaio 2018) «*per prendere in considerazione le eccezionali difficoltà di applicazione delle regole a cui devono fare fronte i regolatori, così come i partecipanti al mercato*»¹⁴⁴.

Al riguardo, è il caso di far presente che la MiFID II prevede appositi poteri di intervento degli organi di controllo europei e nazionali (la c.d. *product intervention*); poteri attribuiti per impedire la negoziazione di prodotti finanziari pregiudizievoli per l'investitore e, dunque, per preservare l'integrità dei mercati.

Peraltro, per incrementare la tutela dei risparmiatori, sempre l' ESMA¹⁴⁵ ha stabilito che i titoli potenzialmente sottoponibili a *bail-in* rappresentano dei prodotti complessi, dei «*debt instruments incorporating a structure making it difficult for the client to understand the risk*» e come tali debbono essere trattati. Per effetto di tale decisione quindi, dalla data di applicazione della Dir. 2014/65/UE, c.d. MiFID II¹⁴⁶, il collocamento di questi titoli presso la clientela al dettaglio non potrà più seguire la modalità semplificata dell'«*execution only*»¹⁴⁷, ma gli intermediari dovranno sempre svolgere la preventiva valutazione di adeguatezza.

¹⁴⁴ Si vedano gli emendamenti alla direttiva ed al regolamento del 10 febbraio 2016, reperibili al link http://ec.europa.eu/finance/securities/isd/mifid2/index_en.htm. Rimane, invece, invariata la scadenza per l'adozione delle misure di "livello 2" che la Commissione dovrà adottare sulla base e nei limiti delle previsioni di cui alla normativa di "livello 1" (MiFID II) (30 mesi dall'entrata in vigore dell'emendamento alla normativa di livello 1). Per un esame dell'iter di attuazione della nuova normativa, si rinvia a SCOPELLITI, *La disciplina dei mercati: introduzione alla trasparenza*, in *Consob, Workshop sulle misure di Livello 2 della Mifid II / MiFIR*, 22 luglio 2014; ID., *La disciplina dei mercati*, in *Consob, Workshop sulle misure di Livello 2 della Mifid II / MiFIR*, 14 luglio 2014.

¹⁴⁵ Vds. documento pubblicato il 4 febbraio 2016.

¹⁴⁶ Fissata per il 3 gennaio 2018.

¹⁴⁷ Per Mifid II, le imprese di investimento possono prestare servizi di investimento che consistono unicamente nell'esecuzione e/o nella ricezione e trasmissione di ordini dei clienti, senza che sia necessario ottenere informazioni sulle conoscenze e l'esperienza del cliente al fine di valutare l'adeguatezza del servizio o dello strumento finanziario proposto.

Un'ulteriore protezione per i risparmiatori deriva dall'applicazione della nuova disciplina in materia di *product governance* contenuta negli artt. 16, comma 3, e 24, comma 2, della MiFID II, che impone alle imprese di investimento l'innovativo obbligo di adoperarsi affinché ogni prodotto finanziario risulti, sin dalla sua costruzione e poi nella sua distribuzione, “*targhettizzato*” in modo preciso così da evitare il rischio di emissioni/collocamenti non adeguati al cliente finale.

Infine, un aiuto, pur se modesto, è offerto anche alla normativa sui documenti contenenti le informazioni chiave (KID) per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (c.d. PRIIPs), entrata in vigore il primo gennaio 2018.

4.1 La tutela dei sottoscrittori (o creditori pignorati) delle obbligazioni garantite dallo Stato

Al di là delle previsioni sostanziali atte a rendere le garanzie pubbliche almeno *prima facie* compatibili con l'art. 107 TFUE, ci si chiede quale sarebbe l'impatto di una eventuale valutazione negativa da parte della Commissione sul piano di ristrutturazione, da presentarsi *ex art. 7*, comma 5, delle banche garantite.

Con maggiore impegno esplicativo, ci si domanda, in primo luogo, se un'ipotetica revoca della garanzia pubblica sarebbe civilisticamente opponibile al terzo - se *ex nunc* o *ex tunc* - sottoscrittore dell'obbligazione garantita o creditore pignorato, che abbia accettato in pegno obbligazioni interamente sottoscritte dalla banca emittente.

Al fine di risolvere il complesso quesito, può essere assunto quale *tertium comparationis* il D.M. 3 agosto 2016, di attuazione del D.L. n. 18/2016, recante la disciplina delle garanzie sulla cartolarizzazione dei crediti in sofferenza (c.d. GACS).

L'art. 8 del citato D.M., rubricato “*inefficacia della garanzia*”, prevede che la garanzia pubblica possa essere dichiarata inefficace quando la decisione

della società di cartolarizzazione o dei portatori dei titoli di revocare l'incarico del soggetto incaricato della riscossione abbiano determinato un peggioramento del *rating* del titolo *senior* garantito dallo Stato ovvero nel caso in cui siano stati modificati il regolamento dei titoli o gli altri contratti dell'operazione in difformità rispetto alla disciplina fissata dal D.L. n. 18/2016 e dallo stesso D.M. attuativo. In entrambi i casi, è previsto che l'inefficacia è dichiarata con provvedimento del Ministro dell'economia e delle finanze, nel rispetto della legge n. 241/1990, tenuto conto delle risultanze dell'istruttoria del gestore.

Il D.L. n. 237 non individua il momento specifico della nascita della garanzia pubblica. Nell'alternativa tra una genesi autoritativa e una genesi pattizia, sembrerebbe doversi privilegiare la prima ipotesi, la quale meglio si riconcilia col tenore letterale del D.L., che ripetutamente si esprime in termini di "concessione" della garanzia.

In altri termini, per quanto la legge affermi trattarsi di garanzia "a prima richiesta", non si assiste qui alla stipula di un autonomo *Garantievertrag* (quale contratto atipico, usato nella prassi del commercio internazionale e degli appalti) tra lo Stato e il sottoscrittore della obbligazione garantita (che almeno nei primi casi di applicazione del Salva-risparmio, coinciderà con la stessa banca emittente).

L'art. 7, comma 4, d'altra parte, indicativamente dispone che, a seguito della richiesta di concessione della garanzia presentata dalla banca e sulla scorta degli elementi di valutazione presentati dalla Banca d'Italia, entro cinque giorni il Dipartimento del Tesoro "comunica la decisione alla banca richiedente" di assenso ovvero di diniego alla concessione della garanzia, indicando lo stesso quale specifico provvedimento amministrativo cui è condizionata l'assunzione della garanzia, e che all'occorrenza potrebbe astrattamente formare oggetto di revoca in autotutela da parte del MEF.

4.2 L'impatto sulla informativa alla clientela: il rischio del *bail in*

La relazione tra il servizio di gestione di portafogli e *bail-in* deve, infine, essere esaminata sotto il profilo del dovere dell'intermediario di tutelare il cliente rispetto al nuovo rischio¹⁴⁸, cui sono assoggettati gli strumenti finanziari oggetto della gestione patrimoniale.

Ed infatti, si è detto che a seguito delle innovazioni normative sopra rappresentate, si ritiene necessario che gli intermediari¹⁴⁹, in applicazione dei doveri di diligenza, correttezza e trasparenza imposti dalla disciplina in materia di servizi di investimento, da un lato, forniscano agli investitori informazioni appropriate circa le novità introdotte dai d.lgs. nn. 180 – 181/2015, che li pongano in condizione di assumere consapevoli scelte d'investimento e, dall'altro, riconsiderino le proprie procedure per la formulazione dei giudizi di adeguatezza e di appropriatezza al fine di valutare l'eventuale impatto sulle stesse delle innovazioni in discorso.

Restano, in ogni caso, fermi tutti gli obblighi discendenti dalla richiamata disciplina, fra cui in particolare, in relazione all'informativa alla clientela, quelli di cui all'art. 34, comma 6, del regolamento Consob n. 16190 del 29 ottobre 2007.

Per quanto concerne l'operatività sui titoli soggetti alla procedura di riduzione o conversione di strumenti di capitale ovvero sugli ulteriori titoli (nonché sui contratti derivati) soggetti a *bail-in*, secondo quanto previsto dall'art. 31, comma 1, del citato regolamento Consob, gli intermediari forniscono ai clienti o potenziali clienti una descrizione generale della natura e dei rischi degli strumenti finanziari trattati, tenendo conto in particolare della classificazione del cliente come cliente al dettaglio o cliente professionale.

La descrizione illustra le caratteristiche del tipo specifico di strumento interessato, nonché i rischi propri di tale tipo di strumento, in modo

¹⁴⁸ SANTORO, *Crisi bancarie, ruolo dell'informazione e protezione del cliente*, cit., p. 227.

¹⁴⁹ CONSOB, Comunicazione n. 0090430 del 24-11-2015.

sufficientemente dettagliato da consentire al cliente di adottare decisioni di investimento informate».

Gli intermediari dovranno, dunque, produrre, in occasione delle singole operazioni di investimento, appropriata informativa ai clienti, graduata in funzione delle caratteristiche dei medesimi (*retail* piuttosto che professionali).

Gli investitori, dal canto proprio, dovranno essere informati della circostanza relativa all'introduzione di limitazioni all'intervento pubblico a sostegno di un intermediario che versi in una situazione di crisi.

Occorre rappresentare che, in caso di avvio delle procedure di gestione della "crisi", i titoli sopra menzionati, in ragione della diversa natura degli stessi, potranno essere assoggettati (a prescindere dalla data di emissione):

- sin dal 16 novembre 2015, data di entrata in vigore dei citati decreti legislativi, a riduzione o conversione degli strumenti di capitale;

- successivamente al 1° gennaio 2016, a *bail-in*.

L'informativa deve, altresì, riguardare la gerarchia secondo cui l'importo determinato ai fini delle misure in esame dovrà essere allocato. Devono, poi, essere indicati gli effetti discendenti dall'applicazione delle misure sopra indicate, nonché dall'eventuale esercizio da parte della Banca d'Italia dei poteri alla stessa specificamente attribuiti.

E' rimessa a ciascun intermediario l'individuazione dello strumento da utilizzare per veicolare le suddette informazioni (quale, ad esempio, la scheda prodotto ovvero il modulo per l'effettuazione della singola operazione) e dell'effettivo contenuto della comunicazione.

Al fine di contenere i rischi di *compliance*, devono essere adottate soluzioni procedurali che pongano l'intermediario in condizione di dimostrare l'effettiva ricezione da parte dell'investitore delle informazioni sopra richiamate.

Atteso che la riduzione o conversione di strumenti di capitale e il *bail-in* trovano applicazione anche con riguardo ai titoli emessi anteriormente al 1° gennaio 2016, gli intermediari che svolgono per il proprio cliente il servizio accessorio di "custodia e amministrazione" di strumenti finanziari devono fornire informazioni analoghe a quelle di cui sopra.

Ciò in forza del dovere di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati, dovere – questo - che grava anche sui soggetti che prestano servizi accessori.

Al fine di veicolare le informazioni in questione l'intermediario può valutare l'impiego dello strumento del rendiconto di cui all'art. 56 del citato regolamento Consob, fermi restando quanto previsto in tema di tempestività degli aggiornamenti informativi alla clientela dal richiamato art. 34, comma 6, del regolamento medesimo e la conseguente possibilità che in concreto l'aggiornamento si renda necessario anche prima del termine previsto per l'invio della rendicontazione.

Per quanto concerne il servizio di gestione di portafogli, i clienti devono essere opportunamente informati, secondo le modalità ritenute più efficienti, dell'eventuale investimento in titoli assoggettabili a riduzione o conversione degli strumenti di capitale e/o, successivamente al 1° gennaio 2016, a *bail-in*.

Nel caso di rapporti gestiti già in essere, l'intermediario deve tener conto dell'entrata in vigore dei d.lgs. nn. 180 - 181/2015 a ogni effetto connesso con l'adempimento degli obblighi sullo stesso gravanti e, comunque, deve fornire ai clienti l'informativa sugli investimenti in titoli della specie con la rendicontazione periodica.

Nel caso di nuovi rapporti gestiti, l'informativa circa la possibilità di investire nei titoli medesimi può essere resa nell'ambito dell'informativa pre-contrattuale. L'effettivo investimento da parte del gestore in detti titoli può formare oggetto di successiva rappresentazione con i rendiconti periodici.

Gli intermediari devono assicurare che la specifica operazione consigliata o realizzata nel quadro della prestazione del servizio di gestione di portafogli corrisponda agli obiettivi di investimento del cliente; sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento e, infine, sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione o alla gestione del suo portafoglio».

Nella prestazione dei servizi di investimento diversi dalla consulenza in materia di investimenti e dalla gestione di portafogli, gli intermediari devono verificare che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o richiesto comporta.

Per rendere il processo almeno in parte prevedibile *ex ante* nei suoi effetti e nella sua "calcolabilità giuridica"¹⁵⁰, è prescritto che una certa quantità di passività ammissibili (assoggettabili) al *bail-in* (*bailin-able*) vada a costituire il citato MREL: passività che per previsione contrattuale in caso di risoluzione vengono sicuramente assoggettate a conversione o riduzione.

Esse costituiscono un investimento con un grado di rischio ben definito, che viene corrispondentemente remunerato dalla banca in misura maggiore rispetto alle passività per le quali il *bail-in* costituisce una eventualità più remota. Nell'applicazione del *bail-in*, come già detto, l'Autorità deve seguire un ordine progressivo, inverso rispetto alle regole di priorità stabilite per la

¹⁵⁰ Secondo PRESTI, *Il bail-in*, cit., p. 361, il problema più significativo del nuovo istituto, è quello della "calcolabilità giuridica" dei suoi effetti, in base alla tesi di Max Weber che la prevedibilità degli effetti della norma è un requisito indispensabile allo sviluppo capitalistico (cfr. IRTI, *Calcolabilità weberiana e crisi della fattispecie*, in *Riv. dir. Civ.*, 2014, p. 987 ss.; Id., *Capitalismo e calcolabilità giuridica (letture e riflessioni)*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 801 ss.; al tema della Calcolabilità giuridica è stato dedicato il Convegno dell'Accademia Nazionale dei Lincei, Roma - 23 giugno 2016; sull'applicazione della razionalità weberiana alla moneta e al diritto commerciale, con specifica indagine sull'età medioevale, BARCELLONA, *Ius monetarium*, Bologna 2012, pp. 27 ss., 73 ss., 109 ss. e 324 ss.). Se il capitalismo ha bisogno di "un diritto che si possa calcolare in modo simile a una macchina" (WEBER, *Storia economica. Linee di una storia universale dell'economia e della società*, trad. it., Roma 1993, p. 298), secondo IRTI, *Un diritto incalcolabile*, Torino, 2016, p. 15 ss. «la perdita della calcolabilità impedisce al capitalista di far conto su ciò che verrà, ossia di considerare il futuro giuridico fra le ragioni delle proprie scelte».

distribuzione dell'attivo dal diritto nazionale¹⁵¹, come indicato dall'art. 52 d.lgs. n. 180/2015, in base al diverso grado di rischiosità della posizione creditoria¹⁵².

La difficoltà fondamentale è che la valutazione anticipata della perdita e dei tassi di conversione si svolge in tempi rapidi e su base meramente ipotetica, con anticipazione degli effetti dell'incapienza dell'attivo, sulla base di una valutazione prospettica di quelli che sarebbero gli esiti per i creditori e per gli azionisti di una liquidazione del patrimonio attraverso le classiche procedure concorsuali.

La disciplina si affida a valutazione di esperti, che rispondono solo in caso di dolo o colpa grave e alla successiva possibilità di indennizzo, a carico del fondo di risoluzione (art. 89, comma 2, d. lgs. n. 180/2015), per quegli azionisti e creditori che avessero subito perdite maggiori di quelle che avrebbero sopportato in caso di liquidazione coatta amministrativa: ciò avviene in base a una valutazione successiva più completa, che tuttavia può essere condotta dal medesimo esperto indipendente della precedente, con le stesse limitazioni legali di responsabilità.

Mentre nell'attuazione italiana della dir. 2014/59/UE la nomina è di competenza della Banca d'Italia, che può affidare l'incarico anche al commissario straordinario nominato ai sensi dell'art. 71 TUB (art. 23, comma 2, d.lgs. n. 180/2015) con possibilità di reclamo alla Corte d'Appello nei cinque giorni successivi.

4.3 Gli obblighi informativi nel mercato finanziario: la profilatura del cliente

Come noto, al di là dei numerosi tentativi del legislatore di dare un assetto unitario alla disciplina del mercato finanziario, allo stato attuale persistono discipline differenziate dei segmenti che lo compongono, con riguardo alle disposizioni contenute nel T.U.B., per quanto concerne il settore

¹⁵¹ Cfr. PRESTI, *Il bail-in*, cit., p. 351.

¹⁵² Cfr. INZITARI, *BRRD, Bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. n. 180 del 2015)*, cit., p. 18.

bancario, e nel T.U.F., per quel che attiene al settore mobiliare. Con specifico riferimento alla tutela del risparmio, ma anche alla disciplina dei mercati finanziari, va, inoltre, menzionata la legge n. 262/2005, c.d. “legge sulla tutela del risparmio”.

I recenti sviluppi della disciplina di trasparenza sia nell’ambito del TUB che del TUF mostrano, tuttavia, una tendenza a dettare regole che presentano elementi comuni, quali, in particolare, le regole che sovrintendono ai comportamenti che gli operatori devono tenere nei confronti degli utenti dei servizi finanziari.

Ed infatti, le regole di comportamento previste per i prestatori dei servizi bancari, finanziari e di pagamento nel mercato creditizio e mobiliare, sono essenzialmente di trasparenza¹⁵³, la cui particolare *ratio* è quella di attenuare le asimmetrie informative che caratterizzano i contratti tra intermediari e risparmiatori, imponendo al prestatore una serie di obblighi informativi preliminari.

Per entrambi i mercati il legislatore ha delineato, infatti, una serie articolata di obblighi di informazione tramite i quali si vuole perseguire l’obiettivo di rendere noti al cliente, prima che divengano vincolanti, le clausole del contratto, i meccanismi matematico-economici ad esso sottostanti, il piano complessivo dei vantaggi e degli svantaggi di cui il contratto, predisposto unilateralmente dall’impresa, si fa espressione.

La letteratura economica e anche quella giuridica assumono, infatti, come presupposto fondamentale delle loro indagini che la funzione primaria e principale degli intermediari sia proprio quella di informare i propri clienti, vale a dire di fornire a questi ultimi (che, per il loro tramite, decidono di effettuare scelte d’investimento/disinvestimento) informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio offerto, i rischi e i rendimenti degli strumenti finanziari proposti e, di conseguenza, assumere in modo consapevole decisioni d’investimento, con

¹⁵³ Vedi, sul significato del termine, LUPOI, *Trasparenza e correttezza delle operazioni bancarie e di investimento (note alle nuove istruzioni della Banca d’Italia sulla trasparenza)*, in *Cont. e imp.*, 2009, pp. 1244 e ss.

l'evidente obiettivo di attenuare le cc.dd. asimmetrie informative che connotano il rapporto d'investimento.

Come è noto, infatti, gli strumenti finanziari oggetto dei servizi d'investimento godono di una peculiare natura, essendo il loro contenuto costituito essenzialmente da situazioni giuridiche, la cui esatta individuazione e possibilità di apprezzamento dipendono unicamente dal grado di informazione conseguibile circa le loro caratteristiche e la loro precisa consistenza. Tuttavia, siffatta informazione non è distribuita paritariamente tra le due parti del rapporto, trovandosi prevalentemente nella disponibilità dell'intermediario (e in ciò, appunto, sta l'asimmetria e l'intrinseca pericolosità di questi beni per il potenziale investitore). Ciò tanto più in un contesto di c.d. *retailisation*, ossia di progressiva estensione alla clientela *retail* di prodotti di investimento complessi ed opachi normalmente indirizzati a clienti istituzionali o professionali.

L'informazione gioca, pertanto, un ruolo decisivo nei rapporti contrattuali aventi ad oggetto la prestazione di servizi d'investimento, qualificando la stessa attività d'intermediazione mobiliare e connotando di specialità la disciplina dei singoli contratti d'investimento, che per ciò stesso cessano di essere di solo diritto comune e vengono sottoposti, altresì, alla disciplina del TUF.

Ed infatti, poiché il contratto di investimento di norma attiene ad un rapporto di durata, che non si esaurisce con la stipula del contratto di investimento, a tali norme si affiancano gli obblighi di informazione che sorgono nel corso dello svolgimento del rapporto, quali – rispettivamente – l'obbligo di comunicazione al cliente delle variazioni sfavorevoli o nelle comunicazioni periodiche *ex artt. 118 e 119 TUB* e l'obbligo generale a carico degli intermediari di tenere sempre adeguatamente informati gli investitori *ex art. artt. 21, comma 1, lett. b), TUF*.

Occorre, anzitutto, affermare che tutte le informazioni fornite dall'intermediario al cliente (*retail* o professionale), comprese quelle

pubbлицitarie e promozionali, devono essere corrette, chiare e non fuorvianti, secondo le condizioni dettagliatamente indicate all'art. 44 MiFID II.

Le informazioni possono essere fornite, in una logica efficientista, in “formato standardizzato” (artt. 24, comma 5, MiFID II) e su “supporto durevole o tramite un sito Internet (quando non costituisce un supporto durevole) alle condizioni di cui all'art. 3, comma 2, MiFID II¹⁵⁴”.

La standardizzazione delle informazioni e, quindi, dei moduli attraverso i quali le stesse vengono somministrate agli investitori non può, tuttavia, prescindere dall'essere calibrata (ai fini della sua comprensibilità) sul “cliente medio del gruppo al quale sono dirette” ex art. 44, comma 1, lett. d), MiFID II (non è, pertanto, sufficiente distinguere genericamente tra clienti *retail*, clienti professionali o controparti qualificate) e sul “tipo specifico di strumento finanziario interessato”, riferito non solo alla categoria generale di appartenenza (azioni, obbligazioni, fondi, ecc.), ma alla sotto-tipologia omogenea dello strumento, secondo la natura ed i rischi propri che lo contraddistinguono¹⁵⁵.

La giurisprudenza, dal canto proprio, fa leva sulla circostanza che l'intermediario fornisca informazioni concrete e specifiche, adattate al prodotto oggetto dell'operazione.

Tale obbligo deve essere assolto indipendentemente dalla familiarità del cliente con quel genere di operazioni e a prescindere dal peso dell'investimento rispetto al patrimonio complessivamente investito¹⁵⁶.

¹⁵⁴ È supporto durevole “qualsiasi strumento che permetta al cliente di memorizzare informazioni a lui personalmente dirette, in modo che possano essere agevolmente recuperate per un periodo di tempo adeguato ai fini cui sono destinate le informazioni stesse e che consenta la riproduzione inalterata delle informazioni memorizzate” (artt. 4, comma 1, n. 62, MiFID II, 46, comma 3, MiFID II).

¹⁵⁵ Si ricordi, peraltro, quanto già osservato da Consob in occasione dell'adeguamento a MiFID I (in “Esiti della Consultazione Nuovo Regolamento intermediari 30 ottobre 2007”, p. 49), ove si diceva che “se gli intermediari avessero inteso continuare a valorizzare l' informativa standardizzata resa secondo lo schema predefinito dall'Allegato 3 del Regolamento n. 11522/98 ‘Documento generale sui rischi degli investimenti’, tale documentazione avrebbe dovuto essere integrata con una specifica descrizione sul singolo strumento oggetto dell'operazione, utile a consentire al cliente di adottare una decisione di investimento informata. Viceversa, ove l'intermediario avesse predisposto una informativa alla clientela ‘per tipi specifici’ di strumenti finanziari, il contenuto di tale descrizione avrebbe dovuto necessariamente essere articolato in ‘categorie’, corrispondenti alla specifica tipologia degli strumenti interessati”.

¹⁵⁶ *Ex multis*, v. Cass., 16 febbraio 2018, n. 3914.

Quanto all'oggetto/contenuto delle informazioni, si tratta, anzitutto, delle comunicazioni pubblicitarie e promozionali (anche estranee al rapporto contrattuale) e di informazioni molto dettagliate, che attengono all'intermediario e alla natura dei servizi di investimento offerti; al tipo specifico di strumento finanziario interessato e ai rischi connessi; c) alla destinazione degli strumenti finanziari ai clienti al dettaglio o professionali in base alle disposizioni in tema di *product governance* ex art. 21, comma 2 *bis*, TUF; alle sedi di esecuzione; ai costi e agli oneri connessi alla prestazione dei servizi e degli strumenti finanziari (le informazioni sui costi ed oneri, non causati dal verificarsi di un rischio di mercato sottostante, sono presentate in forma "aggregata" per permettere al cliente di conoscere il costo totale e il suo effetto complessivo sul rendimento, ovvero, se il cliente lo richieda, in forma "analitica") (artt. 44-52 MiFID).

Con riferimento al momento in cui le informazioni vengono rilasciate, ve ne sono alcune che devono essere fornite prima della conclusione del contratto o contestualmente ad essa e, comunque, in tempo utile affinché l'investitore prenda consapevolezza delle decisioni di investimento che intende assumere (obblighi cc.dd. pre-contrattuali) (artt. 44-52 MiFID II).

Vi sono poi obblighi informativi cc.dd. post-contrattuali, che attengono all'esecuzione del rapporto, ossia ad informazioni che l'intermediario è tenuto a fornire appunto nello svolgimento del rapporto, consistenti in obblighi di rendicontazione periodica (artt. 59-63 MiFID II)¹⁵⁷.

Gli obblighi informativi post-contrattuali vanno assolti nel continuo del rapporto di investimento. Essi trovano il loro fondamento normativo nell'art. 21, comma 1, lett. b), TUF, a mente del quale "*i clienti devono essere sempre adeguatamente informati*" e vengono assolti, anzitutto, attraverso l'invio di "rendiconti periodici" agli investitori.

¹⁵⁷ GRECO, *La tutela del risparmiatore alla luce della nuova disciplina di "risoluzione" delle banche*, in *Banca, impr., soc.*, 2016, p. 97.

Questi ultimi sono declinati in funzione dei singoli servizi prestati e, segnatamente, dei servizi di gestione di portafogli, di esecuzione e di ricezione e trasmissione ordini, di collocamento, compresa l'offerta fuori sede, configurandosi quest'ultima (fattispecie di matrice puramente domestica) come una modalità del collocamento.

Per la consulenza in materia di investimenti è prevista una relazione sulla consulenza prestata e una dichiarazione di adeguatezza aggiornata che spieghi come questa sia nel tempo adeguata rispetto alle preferenze, obiettivi e caratteristiche del cliente (c.d. *suitability report*) (art. 54, comma 12, MiFID II). Anche gli intermediari depositari di strumenti finanziari o fondi dei clienti sono obbligati ad inviare a ciascun cliente un rendiconto periodico contenente tutte le informazioni indicate nell'art. 63, comma 2, MiFID II, salvo che non siano previsti accessi *on line* alternativi da parte del cliente a rendiconti aggiornati della posizione.

Sussistono, inoltre, ulteriori obblighi post-contrattuali consistenti in informazioni relative a vicende o modifiche rilevanti delle informazioni in precedenza fornite, che possono interessare gli strumenti finanziari oggetto d'investimento e che sono tali da incidere sulle ulteriori scelte d'investimento/disinvestimento del cliente (art. 46, comma 4, MiFID II).

In relazione a tali ipotesi risulta problematica la definizione del perimetro delle informazioni da dare all'investitore nel corso del rapporto con riguardo alle modifiche dello strumento finanziario o dell'emittente. Ciò sia per la difficoltà di stabilire quando ricorra una modifica rilevante che per esser tale deve poter influenzare le scelte di investimento/disinvestimento dell'investitore, sia per individuare il tipo d'intermediario (verosimilmente, gestore, consulente e/o depositario) tenuto al rispetto dell'oneroso compito di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati.

Il sistema, quindi, configura una complessa successione di obblighi di informazione, realizzata in ogni fase del rapporto, improntando non solo quella pre e contrattuale, ma anche di attuazione del rapporto stesso¹⁵⁸.

Sotto tale ultimo profilo la giurisprudenza si è mostrata prudente nel riconoscere obblighi generalizzati di informazione c.d. continuativa in capo all'intermediario, soprattutto in considerazione dell'onerosità di tale compito per l'intermediario e della concretezza del rischio che il costo di tale informazione sia, in ultima analisi, sopportato dagli investitori.

La giurisprudenza tende ad ammettere tale obbligo nei casi di gestione di portafogli o di consulenza ovvero di custodia ed amministrazione titoli funzionalmente collegata ai servizi esecutivi del medesimo intermediario e quando l'intermediario sia venuto a conoscere, non in modo riservato, notizie particolari ovvero abbia desunto da sue analisi economiche orientamenti positivi o negativi che l'obbligo di operare con correttezza può imporre di divulgare tra i clienti¹⁵⁹.

Anche la Consob ha riconosciuto – in capo agli intermediari (anche meri depositari) – l'obbligo (proprio in occasione dell'introduzione della normativa sul c.d. *bail-in*) di fornire informazioni nel continuo che pongano gli investitori in grado di compiere scelte di investimento consapevoli. Atteso che – secondo il ragionamento dell'autorità – “la relazione tra l'emittente/offerente e l'investitore al dettaglio non è di tipo diretto, ma transita di norma per un intermediario che, seppure con diverse modalità (e correlate responsabilità), svolge una funzione di filtro nell'interesse del risparmiatore, va considerato

¹⁵⁸ RISPOLI FARINA, *La disciplina europea di soluzione delle crisi bancarie. L'attuazione nell'ordinamento italiano. Profili problematici*, cit., pp. 155 e ss.

¹⁵⁹ Cfr. Cass., 27 ottobre 2015, n. 21890; App. Torino, 28 febbraio 2014, n. 767; App. Trieste, 18 dicembre 2014, n. 730; Trib. Padova, 31 ottobre 2016, n. 2986. In argomento v. altresì Decisione Arbitro Bancario Finanziario (ABF) del 17 febbraio 2010, n. 59 e Comunicazione Consob n. 11085708 del 20 ottobre 2011, entrambe relative ad ipotesi di ristrutturazione del debito dell'emittente e al dovere dell'intermediario che presta il servizio di custodia e amministrazione di strumenti finanziari di informare gli investitori. Cfr. ancora la Decisione dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF) del 21 novembre 2017, n. 116, ove è affermato il principio secondo cui “non solo gli intermediari-consulenti o gestori di portafogli ma anche gli intermediari depositari (i cui servizi esecutivi siano funzionalmente collegati al servizio di custodia e amministrazione di strumenti finanziari) assumono – ai sensi dell'art. 34, comma 6, del Reg. n. 16190/2007 – obblighi continuativi di informare in tempo utile i propri clienti in relazione a qualsiasi modifica rilevante attinente alla natura, ai rischi degli strumenti finanziari trattati ovvero ad altre informazioni fornite ai sensi degli articoli da 29 a 32 del Reg. n. 16190/2007”.

che sussiste, in ogni caso, il dovere dell'intermediario, che svolge per il proprio cliente, specie al dettaglio, il servizio accessorio di 'custodia e amministrazione titoli', di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati¹⁶⁰.

La particolarità del rapporto di investimento consiste nella circostanza secondo cui l'intermediario non si può limitare a "conoscere" i prodotti (*know your merchandise*) e a dare le informazioni al proprio cliente, ma deve, prima o contestualmente alla conclusione del contratto, acquisire le informazioni dal cliente relative al suo profilo finanziario (*know your customer rule*) (cc.dd. obblighi di informazione passiva), effettuando, in modo accurato, attendibile e responsabile la c.d. "*profilazione o profilatura del cliente*" (art. 21, comma 1, lett. b), TUF; art. 54, comma 7, MiFID II).

La profilatura ha la funzione di determinare le operazioni che in quanto appropriate o adeguate possono essere concretamente compiute in esecuzione del mandato di investimento conferito all'intermediario e al tempo stesso di consentire all'investitore di impartire l'ordine di investimento con l'effettiva consapevolezza dei rischi che esso comporta in relazione alla sua specifica situazione.

Si tratta di una fase delicata di raccolta, valutazione e gestione di tutte le informazioni necessarie per comprendere le caratteristiche essenziali dei clienti che l'intermediario deve gestire con la massima attenzione e diligenza.

Si comprendono, di conseguenza, le ragioni per le quali non sono ammesse le c.d. autovalutazioni dell'investitore sul proprio profilo finanziario, vale a dire tutte quelle dichiarazioni o risposte fornite dall'investitore in cui sia egli stesso a valutare la sua conoscenza finanziaria o la sua propensione al rischio.

¹⁶⁰ Comunicazione Consob n. 0090430 del 24 novembre 2015. Il punto è stato confermato dalla stessa Commissione con il "Richiamo di attenzione" del 16 giugno 2017, in cui si è ribadito che gli intermediari depositari devono operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati e, nella specie, si è fatto obbligo a detti intermediari di informare i clienti dell'avvenuta cancellazione dei loro strumenti finanziari dal sistema di gestione accentrata (e conseguentemente dai singoli dossier titoli degli investitori) a seguito di riduzione integrale degli stessi strumenti all'esito di risoluzione bancaria intervenuta ai sensi dei D.Lgs. 16 novembre 2015, n. 180 e n. 181.

A fortiori, non è ammessa ogni forzatura da parte dell'intermediario preordinata ad operazioni di investimento fraudolente o anche solo tesa a ricostruire il profilo finanziario del cliente in modo opportunistico rispetto all'investimento da effettuare.

La portata delle informazioni da raccogliere, peraltro, varia in funzione della natura del servizio prestato e della natura complessa, rischiosa, liquida/illiquida del prodotto, ovviamente in ragione della natura del cliente. Sulla base della profilatura, effettuata attraverso un questionario o un'intervista all'investitore, poggia l'intero processo di investimento.

Infatti, in funzione della ricostruzione del "profilo" finanziario dell'investitore si basa l'offerta che l'intermediario è legittimato a proporre alla propria clientela.

La profilatura deve essere effettuata dall'intermediario basandosi sull'affidabilità, sulla completezza e sulla coerenza delle informazioni rese dai clienti.

Tenendo conto di siffatta dinamica, si può affermare che un corretto processo di profilatura non può non contemplare anche una serie di misure organizzative che incoraggino gli intermediari a separare le strutture preposte alla vendita da quelle specificamente addette alla profilatura, onde evitare vendite in violazione dei principi di correttezza e diligenza (*mis-selling*).

Occorre, infine, osservare che nel processo di investimento l'investitore deve anche comprendere le dichiarazioni sottoscritte nel questionario, non potendosi trincerare dietro la propria incompetenza finanziaria o insipienza. Al riguardo, infatti, vige un principio di autoresponsabilità, in base al quale l'investitore – ancorché con tutti i propri limiti cognitivi – debba essere pur sempre parte attiva del rapporto e comprendere ciò che sottoscrive, senza poter disconoscere *sic et simpliciter* la paternità delle proprie dichiarazioni, addossando all'intermediario la generica responsabilità di averle predisposte.

Infine, al termine della profilatura viene assegnata al cliente la relativa classificazione, profilatura – questa – che deve essere periodicamente aggiornata.

La profilatura è funzionale, a sua volta, all'effettuazione, da parte dell'intermediario, della valutazione di appropriatezza (c.d. *appropriateness*) ovvero a quella di adeguatezza (c.d. *suitability*)¹⁶¹.

Appropriatezza ed adeguatezza sono speciali regole di correttezza, nella specie di obblighi di salvaguardia dell'investitore, che connotano i rapporti di investimento e che presuppongono che l'intermediario abbia “a monte” assolto diligentemente agli obblighi informativi cc.dd. attivi e passivi.

Si tratta, piuttosto, di regole che forniscono chiara evidenza di come gli obblighi dell'intermediario non si esauriscano affatto nei doveri informativi, ma impongono, con differente intensità, obblighi di assistenza nei confronti dell'investitore e di verifica della coerenza e del merito dell'investimento misurato rispetto al profilo finanziario del cliente.

La verifica della sussistenza, in capo al cliente, dell'appropriatezza dell'investimento risulta essere meno stringente ed ampia rispetto a quella di adeguatezza. La maggiore discrezionalità dell'intermediario consulente o gestore, che propone l'investimento al cliente nella consulenza ovvero lo effettua direttamente nella gestione, impongono un controllo di ulteriori fattori rispetto a quelli richiesti nell'esercizio dei servizi esecutivi.

Nella valutazione di appropriatezza l'intermediario – tenuto conto della natura del cliente e del servizio da fornire e del tipo di prodotto od operazione previsti, tra cui la complessità ed i rischi connessi – deve valutare la “conoscenza ed esperienza del cliente”, prendendo in considerazione: i tipi di servizi, le operazioni e gli strumenti finanziari con i quali il cliente ha dimestichezza; la natura, il volume e la frequenza delle operazioni su

¹⁶¹ Si noti che nella traduzione italiana del MiFID II i termini *appropriateness* e *suitability* sono stati tradotti erroneamente come “adeguatezza” e come “idoneità”. Nel presente testo si tiene fermo il significato dei termini proprio della lingua inglese, secondo cui *appropriateness* equivale ad “appropriatezza” e *suitability* ad “adeguatezza”.

strumenti finanziari realizzate; il livello di istruzione e la professione attuale o precedente del cliente (art. 25, comma 3, MiFID II).

Se il servizio è prestato ad un cliente classificato come professionale, si presume che questo possieda l'esperienza e la conoscenza per effettuare l'investimento (art. 56, comma 1, 2° alinea, MiFID II).

L'inappropriatezza dello strumento o del servizio fa sì che l'intermediario debba dare di tale situazione avvertimento all'investitore, ma può poi operare senza necessità che il cliente confermi la propria intenzione di procedere con l'operazione (art. 56, comma 2, lett. b), MiFID II). Ove il cliente scelga di non fornire informazioni e il rifiuto impedisca di compiere la valutazione di appropriatezza, l'intermediario non ha parimenti l'obbligo di astenersi dal prestare il servizio esecutivo, ma è solo obbligato ad informare il cliente che tale rifiuto gli impedirà di effettuare la valutazione di appropriatezza. Adempiuto tale obbligo potrà prestare il servizio. Le imprese di investimento devono, in ogni caso, adottare misure che siano in grado di tracciare e registrare i suindicati *step* di interazione con il cliente (art. 56, comma 2, MiFID II).

La valutazione di adeguatezza (art. 25, comma 2, MiFID II) presuppone che la specifica raccomandazione o l'operazione da realizzare nell'ambito della gestione di portafogli sia compatibile, oltre che con la "conoscenza e l'esperienza" del cliente, con la sua "situazione finanziaria" (fonte e consistenza del reddito regolare, patrimonio complessivo, impegni finanziari regolari e capacità di sostenere le perdite) e con gli "obiettivi di investimento" del cliente (orizzonte temporale, propensione/preferenze in materia di rischio, finalità dell'investimento, tolleranza al rischio).

Con la MiFID II la regola viene rafforzata perché, rispetto al passato, si fa esplicito riferimento alla capacità di sostenere e fronteggiare eventuali perdite e alla tolleranza al rischio (artt. 25, comma 2, MiFID II).

L'operazione deve essere adeguata rispetto a tutti e tre gli anzidetti parametri (c.d. approccio multivariato). I criteri, quindi, non sono alternativi

né possono compensarsi tra loro. L'adeguatezza di uno degli aspetti non può, infatti, essere compensata da un valore elevato di un altro parametro. Ad esempio, la scarsa conoscenza di uno strumento finanziario non può essere compensata da un orizzonte temporale elevato¹⁶². Nell'ambito del servizio di gestione di portafogli secondo linee di investimento predeterminate, l'adeguatezza dovrà corrispondere alla congruità della linea di gestione rispetto al profilo del cliente gestito.

Se il servizio di consulenza o di gestione di portafogli è prestato ad un cliente professionale, si presume che questi abbia l'esperienza e la conoscenza per comprendere i rischi dell'operazione. La valutazione di adeguatezza si concretizza, pertanto, in tal caso nella verifica della situazione finanziaria e degli obiettivi di investimento (art. 54, comma 3, 1° alinea, MiFID II).

Se, invece, viene prestato il (solo) servizio di consulenza ad un "cliente professionale di diritto" di cui all'Allegato II, Sezione I, MiFID II, si presume che questi non solo abbia l'esperienza e la conoscenza necessarie ma che sia altresì finanziariamente in grado di sopportare i rischi compatibili con i suoi obiettivi di investimento (art. 54, comma 3, 2^ alinea, MiFID II).

In tale ultima ipotesi la valutazione di adeguatezza è limitata alla verifica degli obiettivi di investimento.

Tanto premesso e ritornando all'esame degli obblighi informativi, non può, tuttavia, non rilevarsi come un punto particolarmente critico sia quello del c.d. "eccesso informativo" (*information overload*), ossia della possibilità che la quantità ipertrofica di dati ed informazioni, presenti nelle schede prodotto, nei moduli e formulari (o nei prospetti), produca effetti negativi sulla

¹⁶² Gli intermediari nella prestazione del servizio di consulenza ovvero di gestione di portafogli devono adottare criteri in grado di assicurare un adeguato livello di diversificazione del rischio. A tal fine, particolare rilievo assume l'utilizzo di un approccio multivariato, sulla considerazione autonoma e separata dei principali rischi finanziari, tra cui quello di credito/emittente. È rimessa alla valutazione dei singoli intermediari la definizione degli ambiti, delle metriche e delle soluzioni operative da adottare al riguardo, tenendo eventualmente conto di elementi quali le caratteristiche dei prodotti (ad esempio la maggiore o minore complessità, i fattori di rischio rilevanti, la scadenza o la durata finanziaria) e la dimensione e composizione dei portafogli della clientela (cfr. Linee Guida ABI 2013 per l'applicazione degli orientamenti Esma concernenti alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza prescritti dalla MiFID, p. 24 e già Comunicazione Consob n. 9019104 del 5 agosto 2009 in materia di "prodotti illiquidi").

cognizione dell' investitore sino ad assurgere a fattore di alterazione delle scelte degli investitori e di mantenimento dei rapporti asimmetrici.

Il rischio è che l'eccesso informativo si trasformi in mancanza di informazioni, tenuto anche conto del tecnicismo intrinseco dell'informativa finanziaria, della modesta (per non dire inesistente) competenza finanziaria dell'investitore medio, nonché dell'esiguo tempo dedicato alle scelte d'investimento.

La giurisprudenza sul punto non appare univoca, adottando soluzioni contrastanti che considerano assolto l'onere informativo ora posizionandosi a favore di una informativa tecnica e di dettaglio ora di informazioni di carattere sommario. Non è, peraltro, agevole cogliere il punto di equilibrio tra semplificazione e completezza, dipendendo anche dalla complessità degli specifici strumenti finanziari commercializzati.

Una ulteriore interpretazione, condivisa da parte della dottrina, si basa – invece - sul principio di “ragionevolezza”, in guisa che le informazioni finanziarie “da un lato siano necessarie a consentire una consapevole decisione di investimento e dall'altro non superino il limite della sufficienza al raggiungimento di tale scopo al fine di non determinare un'obbligazione eccessivamente onerosa, se non inesigibile”¹⁶³.

Ad orientare il dibattito verso questa soluzione intermedia parrebbero contribuire gli artt. 24, comma 5, MiFID II e 44, comma 2, lett. d), Rd MiFID II, che propendono per il principio di “ragionevole comprensibilità dell'informazione”, secondo cui le informazioni sulla natura del servizio e sul tipo specifico di strumenti finanziari proposti nonché sui rischi connessi devono essere sufficienti e presentate in modo da risultare “con ogni probabilità comprensibili” all' investitore medio del gruppo cui sono dirette.

Tale principio va, tuttavia, coniugato con la circostanza che il livello di dettaglio dell'informativa previsto dal legislatore europeo secondario è cospicuo.

¹⁶³ Trib. Torino, 20 febbraio 2008, n. 1090.

Pertanto, non si tratta soltanto di una questione di chiarezza e verità dell'informazione, ma di rendere pienamente intellegibile, da parte dell'intermediario, il significato e la portata di quanto viene da esso veicolato con riguardo ad una informativa su materia tecnica e complessa che rimane, comunque, intrinsecamente difficile e alquanto dettagliata¹⁶⁴.

4.4 Informazione e adeguatezza dell'investimento: un problema di applicazione di regole di condotta (artt. 21 ss. T.U.F.).

Il cliente della banca può essere anche un investitore, con conseguente applicazione delle regole del Testo Unico della Finanza (T.U.F.) al rapporto di investimento e, pertanto, si tende a ritenere che esso non sia anche un consumatore in senso stretto.

Eppure molte norme dettate in materia di pratiche commerciali scorrette o pubblicitarie ingannevoli si riferiscono anche all'attività bancaria e, piuttosto, alcune sono dedicate proprio all'attività delle banche. Si pensi all'art. 21, comma 3 *bis*, cod. cons., ove si prevede che è considerata scorretta la pratica commerciale di una banca, di un istituto di credito o di un intermediario finanziario che, ai fini della stipula di un contratto di mutuo, obbliga il cliente alla sottoscrizione di una polizza assicurativa erogata dalla medesima banca, istituto o intermediario ovvero all'apertura di un conto corrente presso la medesima banca, istituto o intermediario.

¹⁶⁴ La sensibilità per un'informativa sintetica, chiara e comprensibile (e, sembrerebbe, anche in chiave "anti-abuso/eccesso" di informazioni) è stata manifestata dalla Consob, la quale si è pronunciata affinché questa sia fornita agli investitori attraverso un documento non obbligatorio denominato "Avvertenze per gli investitori" (che precede il prospetto di offerta al pubblico e/o di ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari e da questo resta distinto senza ovviamente sostituirlo). Dette avvertenze non riportano informazioni ulteriori rispetto a quelle che l'emittente è tenuto ad indicare nei pertinenti capitoli del prospetto concernenti i fattori di rischio dell'emittente e/o degli strumenti finanziari, ma "sono volte a dare risalto, in via immediata e chiara ed in coerenza con detti fattori di rischio, a quei peculiari e rilevanti profili di criticità dell'emittente e/o dell'investimento proposto, al fine di favorire l'immediata percezione del rischio che verrebbe ad assumere l'investitore". Le stesse avvertenze, inoltre, possono essere di ausilio per definire il set informativo disponibile per l'investitore, senza peraltro sostituire i presidi informativi in materia di servizi di investimento (Raccomandazione Consob n. 0096857 del 28 ottobre 2016). Ad una logica non dissimile risponde il KID (Key Information Document), previsto solo per i cc.dd. Priips dal Regolamento n.1286/2014/UE cit. e dall'art. 4 *decies* TUF. Il KID – che va notificato alla Consob prima che i prodotti in questione siano commercializzati in Italia – contiene le informazioni chiave per gli investitori al dettaglio al fine di consentire a questi di comprendere e raffrontare le caratteristiche e i rischi chiave dei Priips (artt. 5-8 Regolamento n. 1286/2014 cit.; art. 4 *decies* TUF; art. 34 *bis*.1-2 Regolamento Consob emittenti n. 11971/1999).

Se una siffatta pratica è scorretta, altrettanto potrebbe esserlo, in concreto, la pratica con cui la banca, all'atto di apertura di un conto corrente, obblighi il correntista inesperto ad acquistare di un prodotto finanziario complesso emesso dalla banca stessa.

Quest'ultimo esempio dimostra l'esistenza di alcune sovrapposizioni di disciplina.

In un tale caso, infatti, la conclusione dei due contratti comporterebbe non già a una violazione della disciplina consumeristica (a meno di non voler estendere analogicamente la portata molto specifica del 21, comma 3 *bis*, cod. cons.), ma, al più, a una violazione della disciplina dei conflitti di interesse di cui all'art. 21 T.U.F., ove ne ricorrano i presupposti.

Infatti, una banca che collochi prodotti finanziari di cui è emittente (*i.e.*, obbligazioni subordinate) agisce in un'obiettiva posizione di conflitto.

Una tale pratica non è espressamente vietata dal codice del consumo e non è pacifico che essa integri una violazione del T.U.F., ove l'acquirente dell'obbligazione sia stato adeguatamente informato del conflitto (se, infatti, il conflitto è gestito correttamente dalla banca, essa non viola la disciplina di cui agli artt. 21 ss. T.U.F.).

In questo senso, l'art. 21 cod. cons. e l'art. 21 T.U.F., pur simili quanto alla *ratio*, conducono a conseguenze diverse e non sovrapponibili.

Sotto altro angolo visuale, si pensi al caso delle polizze assicurative indicizzate che, al di là del *nomen*, vengono oggi pacificamente inquadrare fra i prodotti di investimento e, come tali, assoggettate anche alla disciplina delle regole di condotta (la giurisprudenza giunge a queste conclusioni anche per le polizze stipulate prima dell'entrata in vigore della l. 262/2005)¹⁶⁵.

¹⁶⁵ Cfr. la nota Cass., sez. III, 18.4.2012, n. 6061, in *Foro It.* anno 2013, parte I, col. 631. È tendenza che si riscontra anche in casi in cui la natura finanziaria della polizza venga dedotta dal regolamento contrattuale della stessa e quindi anche ove non emerga in via immediata la prevalenza della natura di investimento. cfr. Trib. Monza 7.5.2015, n. 3136, non pubblicata.

Ci si interroga, allora, circa la razionalità di una così frammentaria disciplina dei rimedi a disposizione del contraente debole, sia esso investitore in senso stretto, correntista o “consumatore” che subisca una pratica scorretta.

Si potrebbe sostenere, allora, che l’esperienza maturata in materia di intermediazione finanziaria possa essere portata nel campo dei prodotti direttamente collocati dalle banche.

Ciò è imposto, innanzitutto, dal dato normativo. Come è noto, infatti, la raccolta bancaria, se effettuata a mezzo di prodotti finanziari, è sottoposta ai criteri di condotta dettati per i servizi di investimento, ai sensi di quanto disposto dall’art. 25 *bis* T.U.F., introdotto dalla legge sul risparmio n. 262/2005¹⁶⁶.

Inoltre, in questo senso è orientata l’Autorità di vigilanza “competente” in materia di correttezza.

Infatti, nella già menzionata comunicazione¹⁶⁷, adottata a seguito della risoluzione delle quattro banche, la Consob ha invitato le banche a prestare la massima attenzione alla nuova disciplina della risoluzione avvertendole della necessità di valutare gli eventuali impatti delle modifiche normative sulle proprie procedure interne per la valutazione dell’adeguatezza e dell’appropriatezza, tenendo conto delle specificità di ogni tipologia di strumento finanziario interessato dalle modifiche medesime.

In altri termini, l’autorità ha chiesto alle banche di informare i propri azionisti, obbligazionisti subordinati e non, creditori *senior* e *junior*, depositanti (con *depositor preference* o meno) dei rischi collegati al recepimento della direttiva sulla risoluzione bancaria.

¹⁶⁶ Art. 25, comma 1, t.u.f.: «Gli articoli 21 e 23 si applicano alla sottoscrizione e al collocamento di prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione».

¹⁶⁷ Comunicazione n. 0090430 del 24-11-2015, recante «Decreti legislativi nn. 180 e 181 del 16 novembre 2015 di recepimento della direttiva 2014/59/UE. Prestazione dei servizi e delle attività di investimento, nonché dei servizi accessori».

L'informazione sui rischi deve essere offerta secondo i criteri di cui al 21 ss. T.U.F., perché la sottoscrizione di strumenti *bail-inable* comporta un rischio che non può essere compreso, valutato dagli investitori se non facendo ricorso alle regole generali.

Nella medesima comunicazione, la Consob ha ricordato che restano in ogni caso ferme, laddove applicabili, le indicazioni fornite dall'Autorità di vigilanza in tema di prodotti illiquidi e di prodotti complessi.

Molti dei prodotti collocabili dalle banche assoggettabili a risoluzione sono qualificabili prodotti finanziari illiquidi e/o complessi. Si veda, sul punto, la tabella elaborata dall'ABI dopo la comunicazione Consob del 2009, che reca un elenco di «strumenti e prodotti finanziari a maggiore diffusione e connotati da caratteristiche di potenziale illiquidità¹⁶⁸»: tra essi vi sono anche le note obbligazioni subordinate.

4.5 Una breve digressione: le regole di condotta in generale in relazione alla profilatura del cliente. Il nodo dei rimedi

Pare opportuno premettere che nell'ambito di indagine in esame sono previsti criteri di comportamento generali che trovano una specifica e articolata declinazione nelle disposizioni regolamentari delle autorità di vigilanza secondo la ripartizione sancita dall'art. 6 TUF.

Tra i criteri generali devono essere richiamati, anzitutto, le regole di diligenza, correttezza e trasparenza di chiara matrice privatistica (artt. 1175, 1176, 1375 cod. civ.).

Queste non si esauriscono nel rapporto obbligatorio con il cliente – il cui interesse l'intermediario deve soddisfare nell'ambito della relazione fiduciaria che si instaura con l'investitore, andando oltre gli ordinari doveri di protezione dello scambio sinallagmatico – ma sono anche funzionali alla

¹⁶⁸ V. Circolare ABI 7 agosto 2009, n. 39, pag. 7. Nella circolare si legge che sono (potenzialmente) illiquidi alcune categorie di titoli di debito (obbligazioni *senior*, obbligazioni subordinate), alcuni strumenti finanziari derivati (OTC, *Covered Warrant*, *Certificates*) e prodotti assicurativi (ramo III e ramo V).

realizzazione di interessi più generali, come quello di non tenere comportamenti in contrasto con l'integrità dei mercati ed hanno anche una ricorrente valenza di natura organizzativo-procedurale per l'impresa di investimento.

A questi principi generali si collegano, sempre a livello di normativa primaria, doveri e regole specifici, quali gli obblighi di utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti; conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati (*know your merchandise rule*); acquisire le informazioni necessarie dai clienti (*know your customer rule*) e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; disporre, all'interno della propria organizzazione, di risorse e procedure (e, in particolare, di un sistema di controllo interno), idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività; identificare e gestire i conflitti di interesse che potrebbero insorgere con il cliente o fra i clienti; svolgere una gestione indipendente, sana e prudente e adottare misure idonee a salvaguardare i diritti dei clienti sui beni affidati¹⁶⁹; realizzare, offrire e raccomandare strumenti finanziari previa valutazione della loro compatibilità con le esigenze della pertinente categoria di clienti finali ed assicurarsi che la strategia di distribuzione di tali strumenti sia coerente con i clienti *target* ("*product governance*") (art. 21 TUF).

Siffatte regole vengono attuate, anche in modo molto minuzioso, nella regolamentazione secondaria, dove trovano puntuale disciplina gli obblighi informativi (informazioni fornite/ricevute dalla clientela), le regole relative all'appropriatezza, all'adeguatezza, all'*execution only*, alla *best execution*, ai

¹⁶⁹ Giova a tale ultimo riguardo ricordare che – per evitare il rischio di confusione tra patrimoni nella prestazione di servizi di investimento e accessori (penalmente sanzionata ex art. 168 TUF) – vige un principio di rigida separazione patrimoniale tra gli strumenti finanziari e le somme di danaro dei singoli clienti detenuti dall'intermediario ed il patrimonio dell'intermediario (art. 22 TUF). La regola non vale per le "somme di danaro" dei clienti detenute dalle "banche". L'art. 22 infatti applica il principio di separazione patrimoniale ai soli "strumenti finanziari" dei clienti a qualsiasi titolo detenuti dalla banca, non anche al danaro. Al danaro depositato presso la banca si applica l'art. 1834 cod. civ., secondo cui la banca acquista la proprietà delle somme presso di essa depositate con l'obbligo di restituirle nella stessa specie monetaria alla scadenza del termine. Il patrimonio dell'intermediario è distinto a tutti gli effetti dai patrimoni dei singoli clienti detenuti dall'intermediario. Non sono ammesse azioni dei creditori dell'intermediario sui patrimoni dei singoli clienti ed i creditori di questi ultimi possono agire solo nei limiti del patrimonio di proprietà dei singoli clienti.

conflitti di interesse, agli incentivi e alla *product governance* (quest'ultima introdotta con MiFID II).

Tali regole di comportamento possono essere ricondotte nell'ambito degli obblighi generali di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza, pur avendo una specifica connotazione tecnica nell'ambito del rapporto di investimento che implica un dovere di protezione in capo all'intermediario più pregnante rispetto a quello tra controparti proprio del diritto comune dei contratti.

Il rapporto tra le regole di condotta settoriali e quelle generali può essere ricostruito come un rapporto di *species ad genus*. Si tratta in ogni caso di regole che, pur trovando la loro fonte nella legge e nella regolamentazione secondaria, vengono, per un verso, incorporate nel contenuto tipico del contratto di investimento e, per altro verso, costituiscono prescrizioni operative che gli intermediari devono rispettare per ottemperare alle disposizioni di vigilanza che le impongono.

Ciò chiarito, in ordine alle regole di condotta in generale, giova altresì sottolineare che l'intermediario è un mandatario-fiduciario del cliente, senza, tuttavia, con ciò, poter ricondurre *tout court* tutte le diverse fattispecie di contratto di investimento all'archetipo generale del mandato *ex art. 1703 ss. cod. civ.*, il quale resta, pur tuttavia, il paradigma generale per le attività gestorie prestate dagli intermediari.

Mentre la MiFID I ha posto al centro del rapporto tra intermediario e investitore la relazione di servizio, in cui l'intermediario deve agire in modo onesto, equo e professionale per "servire al meglio l'interesse dell'investitore" e non la mera vendita del "prodotto" (art. 21, comma 1, lett. a), TUF), costruendo, in questa generale prospettiva il sistema delle regole e dei controlli basato su regole di comportamento dei soggetti e non sul controllo del contenuto del "prodotto"; invece, in massima parte MiFID II ha confermato questa impostazione e la natura fiduciaria del rapporto, nel quale gli obblighi di salvaguardia e protezione cui è tenuto l'intermediario sono più pregnanti di

quanto non lo siano i generali principi di correttezza e buona fede di diritto comune tra soggetti privati (art. 24, comma 1, MiFID II).

La tutela dell'investitore *retail* è, tuttavia, in evoluzione.

Le nuove discipline sulla *product governance* e sulla *product intervention*, introdotte dalla MiFID II, indicano – infatti - che il perno del sistema non sarà esclusivamente il comportamento degli intermediari nella relazione con il cliente, ma si focalizza sul controllo (non solo di trasparenza) dell'intero ciclo di vita del prodotto finanziario.

Gli obblighi di trasparenza, infatti, hanno dimostrato limitati effetti nel mitigare le asimmetrie cognitive tra gli intermediari ed i loro clienti *retail* e le regole di correttezza applicate alla sola fase di distribuzione finale dei prodotti (le c.d. *selling rules*) sono risultate non sufficienti a prevenire eventi dannosi per gli investitori.

Nel contempo non sono mancate indicazioni di pregnante *moral suasion* che hanno messo in evidenza profili di “*disintermediazione dell'emittente-intermediario*”, laddove, nella prassi di vigilanza, non si è riusciti ad arginare la violazione delle regole di condotta sulla base dell'effettiva applicazione di quelle stesse regole¹⁷⁰.

Tratto di carattere generale delle regole di condotta è che queste si applicano o disapplicano gradualmente in funzione della diversa tipologia di clienti dell'intermediario, ai quali deve essere comunicata la loro (già accennata nel paragrafo precedente) profilatura ai sensi dell'art. 45 MiFID II.

La c.d. segmentazione della clientela in funzione della disciplina applicabile permane anche con MiFID II, pur tendendo ad attenuarsi progressivamente.

Come già precedentemente accennato, la profilatura della clientela costituisce un aspetto preliminare alla prestazione dei servizi di investimento molto importante poiché da esso dipende il livello di tutela attribuito

¹⁷⁰ Cfr. Comunicazione Consob n. 92492/2016.

all'investitore, la responsabilità dell'intermediario e le regole di condotta applicabili.

Secondo una ormai risalente e consolidata tassonomia normativa, confermata da MiFID II, i clienti si dividono in clienti *retail*, clienti professionali privati e pubblici di diritto e su richiesta, controparti qualificate.

I clienti o investitori al dettaglio o *retail* sono definiti in negativo: si tratta di investitori che non sono “controparti qualificate” o “clienti professionali”, vale a dire quelli indicati negli Allegati II MiFID II, ossia i clienti professionali “di diritto” e clienti professionali “su richiesta” (artt. 6, comma 2 *quater*, lett. d), commi 2 *quinquies* e 2 *sexies*, TUF). Si tratta dei clienti in possesso di una minore esperienza e conoscenza in materia di investimenti che necessitano del livello più elevato di protezione in tutte le fasi del rapporto di investimento.

I clienti professionali vengono individuati, in generale, in coloro i quali possiedono l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente e in autonomia decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assumono. A questi è riconosciuto, quindi, un livello di protezione intermedio. Tale categoria è composta dai soggetti individuati espressamente dal legislatore (clienti professionali di diritto)¹⁷¹ e dai soggetti che richiedono di essere considerati clienti professionali, in relazione ai quali l'intermediario è tenuto ad effettuare una valutazione di carattere sostanziale delle caratteristiche del cliente e della sua idoneità ad essere classificato tra i clienti professionali (clienti professionali su richiesta). All'interno della categoria dei clienti professionali è opportuno

¹⁷¹ Si intendono “*clienti professionali di diritto*” per tutti i servizi e gli strumenti di investimento: (1) i soggetti che sono tenuti a essere autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, siano essi italiani o esteri quali: a) banche; b) imprese di investimento; c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati; d) imprese di assicurazione; e) organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi; f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi; g) i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci; h) soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia (*locals*); i) altri investitori istituzionali; l) agenti di cambio; (2) le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola società, almeno due dei seguenti requisiti dimensionali: - totale di bilancio: 20.000.000 euro; - fatturato netto: 40.000.000 euro; - fondi propri: 2.000.000 euro; (3) gli investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie.

distinguere tra “clienti professionali privati ”e “clienti professionali pubblici ”, individuati nel Regolamento del MEF (art. 6, comma 2 *quinquies*, lett. a) e comma 2 *sexies*, lett. a), TUF).

Dai clienti professionali si distinguono le controparti qualificate, intendendosi per tali i soggetti individuati dall’art. 6, comma 2 *quater*, lett. d), nn. 1-3 TUF, in possesso del più alto livello di esperienza, conoscenza e competenza in materia di investimenti, a cui sono prestati i servizi di esecuzione di ordini e/o negoziazione per conto proprio e/o di ricezione e trasmissione ordini (ed i servizi accessori ad essi connessi).

La profilatura iniziale comunicata dall’ intermediario può essere modificata nel corso del rapporto sia su iniziativa dell’ intermediario che su richiesta del cliente. La richiesta può essere fatta in via generale ovvero per ogni singola operazione.

La normativa prevede, nello specifico, differenti possibilità di passaggio dei clienti da una categoria ad un’altra e precisamente da cliente al dettaglio a cliente professionale su richiesta; da cliente professionale di diritto a cliente al dettaglio; da controparte qualificata a cliente professionale; da controparte qualificata a cliente al dettaglio.

L’accoglimento della richiesta di variazione della profilatura del cliente è rimesso alla valutazione discrezionale dell’ intermediario sulla base dei criteri indicati dalla legge.

Particolare attenzione merita la variazione della profilatura da cliente al dettaglio a cliente professionale poiché, in tal caso, l’investitore rinuncia ad un maggiore livello di protezione accordatogli dalla disciplina.

Quanto all’applicazione della disciplina in funzione della segmentazione della clientela, tale principio generale permane, pur attenuandosi sensibilmente rispetto a MiFID I.

Anche nel nuovo contesto normativo ai clienti al dettaglio le regole di condotta si applicano integralmente.

Nei confronti dei clienti professionali si applica in maniera meno penetrante la regola di adeguatezza; si disapplica quella di appropriatezza (art. 56, comma 1, 2° alinea, MiFID II), resta ferma l'applicazione delle disposizioni in materia di *best execution* e di incentivi.

Si prevede l'applicazione degli obblighi informativi e la contrattualizzazione del rapporto di investimento anche nei riguardi della clientela professionale.

Nei riguardi delle controparti qualificate vi è stata in passato una disapplicazione, pressoché totale, delle regole di condotta, riespandendosi in tal modo il diritto comune dei contratti e delle obbligazioni. La loro posizione era essenzialmente parificata a quella delle loro controparti intermediari prestatori del servizio di investimento¹⁷².

Al riguardo, deve però registrarsi la diversa tendenza della MiFID II, la quale è orientata ad accrescere le tutele delle controparti qualificate, calibrando meglio l'applicazione delle regole informative nel caso di controparti qualificate (cons. n. 104 e art. 30, comma 1, MiFID II; art. 6, comma 2 *quater*, lett. d), TUF).

La crisi finanziaria ha, infatti, messo in evidenza anche i limiti dei clienti non al dettaglio di valutare il rischio dei loro investimenti (cons. n. 104 cit.). Ciò consente di comprendere il motivo per cui gli intermediari debbano agire nei confronti delle controparti qualificate in modo onesto, equo e professionale e utilizzare comunicazioni chiare e non fuorvianti (analogamente a quanto avviene con i clienti al dettaglio), nonché il motivo per il quale trovano altresì applicazione, nei rapporti con queste, le regole informative (art. 36), di gestione ordini con limite di prezzo (art. 51, comma 3), di reportistica (art. 60), ferme restando le regole di *product governance*, che si applicano indipendentemente dalla natura del cliente (al dettaglio, professionale, controparte qualificati) (art. 16, comma 3, MiFID II), nonché le disposizioni di cui al Titolo VIII del Libro III e al Libro IV.

¹⁷² DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Padova, 2018, pp. 166 e ss.

Non trovano, invece, applicazione le altre regole che non sono espressamente richiamate, tra le quali va menzionata, per la sua rilevanza, quella relativa agli “ incentivi ”.

Deve, altresì, rilevarsi come non tutte le regole si applicano indistintamente ai differenti servizi di investimento.

La c.d. segmentazione della disciplina opera non solo in funzione della tipologia di cliente ma anche in ragione dei singoli servizi prestati.

Alcune regole si applicano soltanto a taluni servizi (ad esempio, appropriatezza, adeguatezza), altre si applicano alla gran parte dei servizi ma in modo non uniforme (ad esempio, obblighi informativi), altre ancora non trovano alcuna applicazione con specifico riguardo a taluni servizi di investimento (ad esempio, *best execution*).

Occorre segnalare che, a favore degli investitori in prodotti (diversi dagli strumenti finanziari ma) con causa giuridica pur sempre finanziaria e per attenuare i conseguenti rischi di arbitraggio regolamentare, il legislatore estende a queste ipotesi la disciplina di tutela dettata dalla Parte II, Titolo II, Capo II, TUF.

Il TUF, infatti, prevede l'applicazione delle regole di condotta all'offerta e alla consulenza di depositi strutturati e di prodotti finanziari, diversi dagli strumenti finanziari, emessi dalle banche, nonché alla realizzazione, all'offerta e alla consulenza di prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione (artt. 25 *bis* e 25 *ter* TUF)¹⁷³; mentre, invece, nel nuovo contesto normativo, è ricondotta ai servizi di investimento e precisamente alla fattispecie dell'“esecuzione di ordini per conto dei clienti ” la “conclusione di accordi per conto di clienti per la sottoscrizione o la compravendita di strumenti finanziari

¹⁷³ Simmetricamente la Direttiva n. 2016/97/UE del 20 gennaio 2016 (c.d. *Insurance Distribution Directive* – IDD) estende alla distribuzione assicurativa di prodotti assicurativi a contenuto finanziario le regole di comportamento e di *product governance* di derivazione MiFID II.

emessi da un'impresa di investimento o da una banca al momento della loro emissione" (art. 1, comma 5 *septies.1* e art. 25 *bis* TUF vecchio testo)¹⁷⁴.

In altri termini, si potrebbe affermare che in tal modo il legislatore MIFID tende ad attrarre nel suo alveo disciplinare ogni attività con causa finanziaria.

5. Il *bail-in* e la tutela del risparmio: prospettive *de iure condendo*

Le nuove scelte di finanza internazionale, filtrate dall'ordinamento europeo, hanno fatto sì che maturasse uno sconvolgimento delle priorità nell'assetto degli interessi tradizionalmente protetti nell'ordinamento italiano e, in particolare modo, nella tutela del risparmio.

Ed infatti, nella storia italiana degli ultimi anni, il risparmiatore poteva fare affidamento sulla restituzione del capitale quale che fosse l'andamento economico del sistema bancario, nel suo complesso, ovvero quello della singola banca a cui avesse affidato i propri risparmi.

La certezza che ciò avvenisse era riposta nei meccanismi di solidarietà tra le banche per lo più sollecitati dalla *moral suasion* della Banca Centrale e, in ultima istanza, nell'intervento di rifinanziamento dello Stato attraverso la Banca d'Italia¹⁷⁵.

Il mutato quadro internazionale ha, tuttavia, costretto i paesi europei e, dunque, l'Italia a mutare atteggiamento. Ed infatti, i provvedimenti con cui sono state applicate, per la prima volta in Italia, le misure di risoluzione delle crisi bancarie previste dalla BRRD e, in particolare, la misura del *burden sharing* con il conseguente azzeramento non solo delle azioni ma anche delle

¹⁷⁴ Espressione ulteriore di questa tendenza estensiva della disciplina anche verso attività che non sono propriamente qualificabili come servizi o attività di investimento si potrebbe intravedere – non però per ragioni di livellamento del campo di gioco – nella previsione che, come si noterà meglio nel prosieguo, applica la regola di *product governance* all'attività di ideazione, sviluppo di strumenti finanziari per la vendita alla clientela che non sembra presentare i caratteri né di un servizio di investimento principale né di un servizio accessorio.

¹⁷⁵ Si tratta del meccanismo (disciplinato dal d.m. Tesoro 27 settembre 1974, cosiddetto Sindona) di rifinanziamento a favore delle banche che si surrogavano ai depositanti di altre aziende di credito in liquidazione coatta amministrativa e che beneficiavano di un rifinanziamento a carico della Banca d'Italia (e, quindi, della finanza pubblica) a un tasso di favore.

obbligazioni subordinate sottoscritte dal pubblico hanno riaperto il dibattito sul grado di adeguatezza delle regole a cui è informato il nostro sistema al fine di assicurare tutela ai risparmiatori, in particolare a quelli rientranti nella tipologia della clientela *retail*, nelle operazioni di sollecitazione all'investimento, ovvero, più in generale, di collocamento sul mercato di prodotti finanziari¹⁷⁶.

Occorre, in primo luogo, rammentare come il senso del precetto dettato dall'art. 47 Cost. si sia caratterizzato da un progressivo slittamento e mutamento di significato.

Mentre nell'impostazione dei Costituenti l'oggetto della tutela era rappresentato dal risparmio concepito in una dimensione essenzialmente oggettiva, vale a dire come ricchezza accumulata e destinata - ancorché principalmente attraverso l'intermediazione dell'attività bancaria - a essere rimessa in circolazione e, comunque, a essere produttivamente impiegata, così alimentando il migliore funzionamento del sistema economico; progressivamente, in particolare come riflesso del processo di integrazione europea e in ragione del riconoscimento, da parte del Trattato istitutivo, della libera circolazione dei capitali, l'oggetto della protezione costituzionale ha finito per essere declinato anche, e forse soprattutto, in un'accezione soggettiva, la tutela finendo per essere indirizzata non già e non solo al risparmio come tale, ossia come bene in sé considerato, quanto piuttosto al risparmiatore¹⁷⁷.

Pertanto, tale progressivo spostamento dei piani ha finito per incidere anche sul tipo di soluzioni e interventi normativi volti a dare concreta attuazione al contenuto programmatico della norma. Se, infatti, come già detto, in principio l'obiettivo è stato perseguito attraverso una regolazione di taglio eminentemente pubblicistico e affidata per lo più a un'azione di vigilanza, dapprima sull'attività bancaria e successivamente, attraverso

¹⁷⁶ V. anche D.L. n. 59 del 3 maggio 2016 con cui il Governo ha adottato misure di ristoro per gli obbligazionisti subordinati che nelle predette vicende delle banche sottoposte a risoluzione hanno visto azzerato il loro investimento.

¹⁷⁷ GUIZZI, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, cit., pp. 745 e ss.

l'istituzione della Consob, del corretto funzionamento dei mercati finanziari; dagli inizi degli anni ottanta e con una frequenza crescente, la produzione normativa si è indirizzata nel senso della costruzione di uno speciale statuto privatistico delle operazioni di investimento, attraverso l'imposizione di regole direttamente protettive dei risparmiatori, per essi allora fonti di specifici diritti giudiziariamente azionabili¹⁷⁸.

In questo contesto di progressivo scivolamento verso la prospettiva della tutela del risparmio inteso in una concezione soggettiva un ruolo centrale ha finito, allora, per assumere la disciplina dell'informazione.

Per molti anni, e sotto molti aspetti anche oggi, la radicata convinzione del legislatore, nazionale ed europeo, è stata nel senso che se si muove dalla premessa che nelle operazioni finanziarie e di investimento occorre assicurare adeguata tutela al risparmiatore, è soltanto un intervento che riduca la strutturale posizione di asimmetria informativa che sussiste tra chi impiega la propria ricchezza in esubero, finanziando un'iniziativa o attività altrui, dal cui andamento dipende la prospettiva e la possibilità di remunerazione, e chi quella ricchezza raccoglie e utilizza, e che dunque è per definizione il soggetto in grado di meglio misurare e apprezzare il rischio insito in tali impieghi.

In altri termini, ciò può avvenire soltanto con un intervento capace di assicurare che il risparmiatore sia messo in condizione tanto di assumere con consapevolezza la scelta di investimento, quanto, trattandosi di rapporto tipicamente di durata, di poter valutare con eguale consapevolezza il suo andamento e decidere se e quando porvi termine.

Siffatta convinzione si è tradotta, come si è già avuto modo di affermare, nell'imposizione di obblighi di informazione sempre più intensi a carico di tutti

¹⁷⁸Il carattere programmatico è riconosciuto dal pressoché dominante indirizzo interpretativo della dottrina pubblicistica, ed affermato anche dalla giurisprudenza costituzionale nelle occasioni in cui la Corte ha avuto modo di confrontarsi direttamente con il parametro dell'art. 47 (per una rassegna della quale, ma alla data del 2008, si veda AIROLLI, *La tutela del risparmio. Quaderni di sintesi della giurisprudenza costituzionale*, in www.cortecostituzionale.it). Per una lettura differente e per la tesi del carattere precettivo, con la conseguente affermazione per cui il risparmiatore vanterebbe già una posizione soggettiva perfetta, suscettibile di essere azionata conto lo Stato in ogni ipotesi di lesione dell'investimento, MINICO, *Esiste ancora l'interesse alla difesa del risparmio?*, in *Politica del diritto*, 2002, pp. 165 ss.

i soggetti a vario titolo coinvolti nella raccolta del risparmio diffuso che si realizza nel mercato: obblighi imposti agli emittenti i prodotti finanziari oggetto delle operazioni di investimento, tenuti ad assicurare non solo quell'informazione necessaria per orientare le scelte iniziali, ma anche un'informazione periodica per i fatti rilevanti destinati ad incidere sull'andamento investimento (si pensi, in quest'ottica, a tutta l'articolata regolamentazione riguardante gli emittenti quotati inerente all'informazione sui fatti *price sensitive*); obblighi imposti agli intermediari e, più in generale, alle imprese che offrono i servizi di investimento, che anche quando operano come collocatori di prodotti altrui sono sempre egualmente gravati dall'obbligo di "*servire al meglio gli interessi del cliente*", poi operando in modo che essi siano "*sempre adeguatamente informati*" (secondo le formule dettate dall'art. 21 TUF).

I ricorrenti episodi di dissesti finanziari e, per l'effetto, i casi di risparmio tradito hanno, tuttavia, rivelato l'inadeguatezza di un sistema così strutturato.

Un'inadeguatezza, quella di un sistema di tutela centrato sulla regola di trasparenza, che emerge piuttosto proprio nella misura in cui si interviene ad arricchire ed accentuare l'insieme e il flusso delle informazioni indirizzate ai risparmiatori.

Ed infatti, un'informazione eccessivamente ampia e dettagliata finisce per essere del tutto inidonea a realizzare gli obiettivi che per suo tramite ci si propone di soddisfare, essendovi anzi già sufficienti evidenze empiriche che i processi decisionali che conducono alle scelte di investimento sono largamente condizionati, indipendentemente dalle più o meno accentuate abilità cognitive dei risparmiatori, anche da fattori esogeni, tra cui è anche la tendenziale limitatezza della stessa risorsa-tempo impiegabile nell'attività di valutazione e filtro delle informazioni, sicché la crescita esponenziale delle stesse finisce per essere controproducente rispetto allo scopo.

Muovendo da tale premessa, allora, è possibile comprendere le ragioni per le quali nell'ultimo decennio il legislatore si sia venuto orientando verso un

approccio più articolato, in cui la prospettiva dell'informazione analitica e dettagliata resta sì ferma, ma risulta affiancata dalla previsione, a carico dell'intermediario che presta i servizi di investimento, di specifici obblighi di comportamento, rivisti nel segno di un'accresciuta valorizzazione dei menzionati canoni della *transparency* e della *suitability*, variamente declinati nei confronti delle possibili differenti tipologie di clientela e in relazione ai diversi tipi di servizi offerti. Obblighi che - secondo la linea tratteggiata dalle norme attuative della Dir. 2004/39/CE (la c.d. MiFID) - presuppongono, allora, una previa attività di profilatura dei clienti, e che poi si scandiscono, con riguardo alla c.d. clientela *retail* o meglio non professionale - quella, cioè, rispetto alla quale maggiore appare il bisogno di protezione, perché maggiore è il pericolo che essa versi in una situazione di "inabilità" ovvero di incapacità di selezionare e decodificare l'informazione rilevante nell'ambito della mole di quelle disponibili - sia:

- a) nella previsione, accanto all'obbligo di fornire una descrizione generale della natura e dei rischi finanziari degli strumenti trattati, di un obbligo di illustrare le caratteristiche dello specifico strumento oggetto della concreta operazione;
- b) nella previsione dell'obbligo, nell'ambito della già rammentata attività di profilatura, di assumere dai clienti le informazioni indispensabili per definire quelle che sono le loro strategie di investimento e la loro propensione al rischio e, quindi, di astenersi dal compiere operazioni per conto di questi ultimi, qualora se ne valuti la non adeguatezza rispetto al profilo in concreto tratteggiato.

Anche in questa diversa declinazione del sistema il problema dell'attitudine delle regole pensate per garantire effettività al diritto dei risparmiatori, soprattutto quelli meno esperti e che versano in maggiori condizioni di debolezza cognitiva, a poter orientare consapevolmente le proprie scelte di investimento, resta, tuttavia, aperto.

Ciò non solo e non tanto perché la valutazione dell'intermediario circa l'eventuale inadeguatezza dell'investimento richiesto dal cliente di per sé non è

ostativa alla sua realizzazione, là dove il cliente espressamente la autorizzi, quanto, e soprattutto, perché la regola di comportamento che impone all'intermediario di procedere a siffatte valutazioni non è operante per tutte le tipologie di servizi di investimento, ma solo per quelli di consulenza e di gestione, e non anche, invece, per i servizi prestati nella modalità *execution only*: ovvero per i servizi più elementari, quale appunto il servizio di negoziazione e di esecuzione di ordini, che di certo sono quelli largamente più diffusi nell'ambito della clientela al dettaglio.

Ci si è, peraltro, convinti che la soluzione individuata dalle istituzioni, consistente nella previsione di specifici obblighi di comportamento a carico degli intermediari nei confronti della clientela, a seguito dell'introduzione del *bail-in*, non riuscirà ad evitare agli investitori *retail* di subire perdite inattese a fronte di una scarsa comprensione dei rischi. Ciò fondamentalmente perché - a causa di fattori concomitanti (scarsità di tempo, deficit cognitivi, etc.) - tali soggetti non sono in grado di processare le informazioni che ricevono e, quindi, non sono neppure in grado di offrire agli intermediari un profilo chiaro circa le proprie preferenze di investimento¹⁷⁹.

In ogni caso, se anche così non fosse e per quanto diligenti siano, non pare sostenibile che gli investitori e ancor di più i depositanti (in quanto destinatari delle sole norme in tema di trasparenza delle condizioni

¹⁷⁹GUIZZI, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, cit., p. 750, che anche per questo propone di sostituire o integrare gli standard comportamentali con un divieto specifico di collocamento presso la clientela *retail* delle obbligazioni subordinate, al momento le più esposte al rischio *bail-in*. La proposta appare interessante; tuttavia, perché la stessa possa risultare realmente efficace bisognerebbe che gli investitori professionali si facessero carico di sottoscrivere e di mantenere nel proprio portafoglio un ammontare di azioni o titoli assimilabili idoneo ad assorbire almeno l'8% delle perdite. Critico rispetto all'utilità del supporto informativo anche DOLMETTA, *Le tutele mancanti. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio»*, cit., p. 2. La scarsa alfabetizzazione finanziaria risulta confermata dalle rilevazioni della Consob pubblicate nel Rapporto 2016 sulle scelte di investimento delle famiglie ed anche da uno studio dell'OCSE da cui emerge che circa due terzi degli italiani non raggiungono un livello sufficientemente elevato dell'indicatore di conoscenza, a fronte di circa un terzo nella media degli altri paesi dell'OCSE. A titolo dimostrativo basti qui dire che solo il 40% dei nuclei familiari intervistati lo scorso anno (circa 2.500) è stato in grado di definire correttamente alcune nozioni di base, quali inflazione e rapporto fra rischio e rendimento; concetti più sofisticati riguardanti le caratteristiche dei prodotti più diffusi registrano percentuali anche inferiori (fino all'11%). Cfr. rispettivamente CONSOB, *Relazione per l'anno 2016*, presentata il 31 marzo 2017, <http://www.consob.it/documents/11973/1102412/rel2016.pdf/886c1b56-dada-4337-a065-540cf38e9e87>, p. 201 e BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale (2016)*, in https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2016/rel_2016.pdf, p. 92.

contrattuali e dei rapporti con i clienti)¹⁸⁰ possano avvedersi del rischio *bail-in* (e delle sue esatte conseguenze) prima che si materializzi, posto che non sussiste alcun obbligo a carico delle banche di diffondere ai clienti (attuali o potenziali che siano) informazioni in merito alla propria liquidità e solvibilità.

Né del resto i risparmiatori potrebbero fare affidamento sul ruolo delle Autorità di risoluzione, posto che il d.lgs. di attuazione della BRRD prevede espressamente che la comunicazione al pubblico di fatti che possano rappresentare presupposti per il ricorso a strumenti di risoluzione debba essere ritardata fino alla pubblicazione del provvedimento che dispone la risoluzione (art. 99, comma 5, d.lgs. n. 180/2015) e che, inoltre, tutte le notizie, le informazioni e i dati in possesso della Banca d'Italia in ragione della sua attività di risoluzione sono coperti da segreto d'ufficio (art. 5, comma 1, d.lgs. n. 180/2015).

Come hanno dimostrato anche i recenti accadimenti (d.l. 25 giugno 2017, n.99), il sistema concede all'Autorità un'ampia discrezionalità in merito alle modalità di attuazione del "salvataggio" (ente ponte; *bail-in*; cessione a terzi) e alla scelta dei crediti non *bail-inable*, per cui potrebbe apparire arduo stimare quale potrebbe essere in concreto l'impatto di un'eventuale crisi dell'istituto sulle diverse categorie di creditori¹⁸¹.

Di fronte all'imprevedibilità (assoluta e relativa) del fenomeno, si potrebbe, in parte, replicare osservando che il rischio (l'alea) fa parte della nozione stessa di investimento, che per definizione non esiste un prodotto finanziario che non comporti un rischio per il sottoscrittore e che se i risparmiatori non sono persuasi della solidità delle banche (o di alcune banche) farebbero meglio ad investire altrove¹⁸².

¹⁸⁰ CIOCCA, *Depositi e obbligazioni bancari: disciplina privatistica e strumenti contrattuali di tutela*, in AGE, 2016, p. 414.

¹⁸¹ Sul punto SANTORO, *Crisi bancarie, ruolo dell'informazione e protezione del cliente*, cit., p. 220 s. e ANTONUCCI, *Fra opacità e regole tossiche: il ruolo degli scenari probabilistici*. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio», in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 2016, che intravede in ciò una delle cause della «strutturale opacità» del sistema, sottolineando anche come di fatto manchi una regola che obblighi gli intermediari ad un'informazione completa sugli scenari probabilistici.

¹⁸² SANDEI, *Il bail-in tra diritto dell'insolvenza e diritto dell'impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 2017, pp. 880 e ss.

In effetti, i dati indicano che è in corso un processo di rimodulazione dei portafogli (*retail*) nel senso di una contrazione netta dell'incidenza delle obbligazioni bancarie, a sua volta compensata dall'aumento del risparmio gestito e dei depositi (soprattutto di natura postale)¹⁸³.

Parallelamente sarebbe confermata la crisi di sfiducia nei confronti degli intermediari e la preferenza per forme di investimento a basso rischio¹⁸⁴.

Tuttavia, posto che i depositi non sono una forma di investimento, la fuga dal comparto bancario non può essere un fatto normale per il diritto e tanto meno può esserlo per l'economia, per la semplice ragione - paradossalmente la stessa che ha portato alla sostituzione del *bail-out* con il *bail-in* - che le banche non sono imprese come le altre¹⁸⁵.

Sebbene la loro attività si sia nel tempo trasformata, per effetto dell'innovazione finanziaria, tecnologica e del contesto istituzionale e regolamentare, le banche continuano a distinguersi dagli altri intermediari per una forma particolare di raccolta: i depositi, e in particolare quelli in conto corrente (a vista)¹⁸⁶.

In virtù della natura monetaria delle loro passività, le banche sono tradizionalmente al centro del sistema dei pagamenti e continuano ad esserlo

¹⁸³ Cfr. CONSOB, Relazione per l'anno 2016, cit., p. 195 ss. Più precisamente si stima che dal 2007 al 2015 il peso delle obbligazioni bancarie sulle attività finanziarie delle famiglie sia diminuito del 19%. Lo studio indica invece un incremento dell'aggregato che comprende azioni e altre partecipazioni, quote di fondi comuni, riserve assicurative e fondi pensione (dal 35% delle attività finanziarie alla fine degli anni Ottanta al 55% di oggi) e in misura ancora maggiore delle quote di fondi comuni (aumentate da meno del 3% nel 1990 al 12% oggi) come pure delle riserve assicurative e dei fondi pensione, oggi al 22% (allora all'8%), il massimo storico, che ci avvicina agli altri paesi dove sono più diffuse forme di previdenza complementare o alternativa al sistema pensionistico pubblico.

¹⁸⁴ Nuovamente CONSOB, Relazione per l'anno 2016, cit., p. 198. I risultati dei sondaggi sembrerebbero, quindi, confermare l'esistenza di una correlazione tra il disinteresse per le obbligazioni, da un lato, e l'introduzione del *bail-in* dall'altro.

¹⁸⁵ Lo stesso Visco ha riconosciuto che la tendenza evolutiva del mercato attuale «è un segno di ansia per il futuro» (CONSOB, Relazione per l'anno 2016, cit., p. 9). V. anche DE POLIS, *La tutela dei depositi bancari nel quadro dell'Unione Bancaria Europea*, intervento alla cerimonia di intitolazione dell'Aula "Francesco Parrillo" dell'Università degli studi di Roma La Sapienza, 27 aprile 2016 (in www.dirittobancario.it).

¹⁸⁶ La riserva di competenza a favore delle banche - già inserita nell'art. 10 del TUB e confermata a livello europeo dall'art. 1 della Dir. 2000/12/EC - è stata di recente ribadita anche dal "Provvedimento della Banca d'Italia recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche" (in vigore dal primo gennaio 2017), dove si afferma chiaramente «rimane comunque preclusa la raccolta di fondi a vista ed ogni forma di raccolta collegata all'emissione od alla gestione di mezzi di pagamento a spendibilità generalizzata».

anche oggi, nonostante la comparsa negli anni più recenti di nuovi attori nel mondo dei pagamenti elettronici¹⁸⁷.

Il primato delle banche si manifesta anche e soprattutto sul fronte del credito, rispetto al quale la presenza di una struttura produttiva dominata dalla piccola impresa e l'assenza di canali alternativi contribuiscono ad attribuire al credito bancario un ruolo cruciale per l'economia italiana.

Ne deriva che sarebbe illogico che un istituto pensato per aumentare la resilienza delle banche finisse invece per indebolirle. Anche perché l'aumento del costo del *funding* potrebbe spingere le banche ad aumentare la quota di *risky activities*, cioè esattamente ciò che si voleva evitare (Considerando n. 45, BRRD) e che va evitato, soprattutto ora che i prestiti interbancari e gli investimenti in derivati potrebbero facilmente essere fatti rientrare tra i crediti *non bail-inable*, con il risultato di aggravare ulteriormente l'esposizione dei risparmiatori¹⁸⁸

La fermezza con cui è stata difesa la scelta compiuta nella BRRD ha indotto, allora, a cercare una via diversa per proteggere la clientela più debole dal rischio *bail-in*.

In quest'ottica la riflessione si è spostata dalla fase di gestione della crisi a quella della prevenzione. Nella specie, verificato che il *bail-in* ha incrinato le regole del concorso esponendo ormai in modo irreversibile tutti i creditori bancari, compresi i depositanti, ad un rischio (d'impresa) non voluto¹⁸⁹, non remunerato e in ogni caso non facilmente dominabile attraverso strumenti di

¹⁸⁷ Cfr. ABI, I sistemi di pagamento nella realtà italiana (2016), https://www.abi.it/DOC_Mercati/Sistemipagamento/Rilevazione-ABI/Rilevazione-ABI/sist_pag_mar2017_dati%20_dic2016%20per%20sito.pdf.

¹⁸⁸ Il risultato delle simulazioni compiute qualche anno fa sui possibili effetti del *bail-in* sulle principali banche italiane indicava una scarsa probabilità di coinvolgimento degli obbligazionisti senior, e quindi anche dei correntisti (cfr. LAVIOLA- LOIACONO- SANTELLA, *Il nuovo regime europeo di risoluzione delle crisi bancarie: un'analisi comparata dell'applicazione del bail-in*, in *Bancaria*, 2015, p. 59; nonché i dati dell' IMF citati da SGROI, *Le obbligazioni bancarie e l'esposizione delle famiglie, una storia italiana*, in <http://www.econopoly.ilssole24ore.com/2016/07/13/le-obbligazioni-bancarie-e-lesposizione-dellefamiglie-una-storia-italiana/>). È chiaro, tuttavia, che più aumenta il volume dei crediti *non bail-inable* e più è facile che il *bail-in* venga a coinvolgere i risparmiatori (così come è accaduto nel 2015 In Danimarca e in Portogallo).

¹⁸⁹ Non sembra invero che si possa ascrivere al depositante (sia esso garantito o non garantito) il ruolo di investitore: i tassi prossimi allo zero confermano che chi sceglie di depositare i propri risparmi in banca non lo fa per una questione di convenienza ma soltanto per godere del servizio di custodia e di cassa.

natura endosocietaria o di mercato, è parso, per un verso, che l'unica soluzione praticabile fosse quella di tornare ad agire a monte, direttamente sull'organizzazione dell'impresa, attraverso l'imposizione dell'obbligo di separare le attività bancarie commerciali erogate nei confronti del pubblico dalle attività speculative, affidando le une e le altre a distinti veicoli societari.

Infatti, pare che il *bail-in*, nel travolgere la tradizionale distinzione tra capitale di rischio e capitale di credito imponendo il coinvolgimento esteso di tutti i finanziatori bancari, abbia innescato un circolo vizioso dal quale appare difficile uscire, se non appunto rimettendo in discussione il nuovo regime.

Per altro verso, occorre chiedersi cosa manchi perché la tutela del risparmio possa dirsi più convenientemente assicurata.

Orbene, sotto questo profilo, occorre chiedersi se la soluzione più appropriata possa ancora consistere nella previsione, per quanto ulteriormente rafforzati, di specifici obblighi di comportamento a carico degli intermediari nei confronti della clientela oppure non debba essere affidata a scelte più nette e precise da parte del legislatore.

Pertanto, se il tipo di problema con cui il legislatore è chiamato a confrontarsi non è solo quello dell'asimmetria informativa che ordinariamente connota le operazioni di investimento, quanto, prima ancora, il problema dell'esistenza di uno strutturale *deficit* cognitivo nella clientela *retail* e che si manifesta di un livello tale da rendere, almeno per alcune delle categorie sociali che la compongono, sostanzialmente inutile, perché egualmente non intellegibile anche l'informazione resa per colmare la rilevata asimmetria, la risposta, come correttamente prospettato da parte della dottrina¹⁹⁰, non sembra possa essere trovata affidandosi a una serie di prescrizioni normative che obbediscono pur sempre alla logica degli *standards* - appunto in quanto costruite sul ricorso a concetti, quale quelli di "adeguatezza" e "appropriatezza" della scelta di investimento, di carattere relazionale rispetto al concreto contesto operativo entro cui l'intermediario si muove, e il cui contenuto è

¹⁹⁰ GUIZZI, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, cit., p. 4.

chiamato oltretutto egli stesso a concretizzare - ma deve essere probabilmente cercata sul piano delle *rules*, vale a dire sul piano della introduzione di norme proibitive della possibilità di acquistare determinate tipologie di prodotti da parte di determinate categorie di risparmiatori, appartenenti a quelle classi sociali più deboli e maggiormente bisognose di protezione, allora direttamente individuate e tipizzate dal legislatore e non rimesse al libero apprezzamento degli intermediari.

La soluzione di identificare imperativamente alcune tipologie di prodotti che in luogo di essere collocabili indistintamente presso tutta la clientela *retail*, seppure con l'osservanza di rafforzati presidi di informazione¹⁹¹, non siano, invece, collocabili presso alcune figure normativamente predefinite (si pensi alle persone anziane, ai soggetti privi di titolo di studio, ai pensionati, a persone con bassi livelli di reddito) potrebbe avere il vantaggio di uniformare le condotte degli intermediari e, quindi, di rendere tendenzialmente omogenee le condizioni di tutela per i risparmiatori.

Ciò comporta, per l'effetto, anche una più semplice eventuale tutela in via giudiziaria, giacché almeno in tali evenienze il *private enforcement* dei diritti del risparmiatore finirebbe per essere affidato anche a rimedi ed azioni differenti e di più semplice ed immediato esperimento, rispetto a quelli che nel tempo, sulla scorta degli orientamenti della Suprema Corte¹⁹², si sono venuti sviluppando.

Ne deriva che con lo spostamento da una concezione in cui la tutela dell'interesse del risparmiatore dipende dalla cooperazione dell'intermediario e, quindi, legata all'adempimento da parte di quest'ultimo di specifici obblighi di comportamento, ad un approccio che si basa su norme che proibiscono *tout*

¹⁹¹ uale ad esempio la diffusione in termini facilmente accessibili delle cc.dd. informazioni chiave, secondo quella che è la soluzione prospettata, ma al momento per i soli prodotti preassemblati, dal rammentato Reg. 1286/2014).

¹⁹² Come tratteggiati in particolare, a partire dalla sentenza 29 settembre 2005, n. 19024, con soluzione poi ripresa dalle Sezioni Unite nelle due pronunce gemelle del 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725 (v. COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle Sezioni Unite: chiose, considerazioni e un elogio dei giudici e per la sola Cass. n. 26724*; in *Giur. it.*, 2008, pp. 353 ss.; MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corr. giur.*, 2008, p. 223.

court il collocamento di alcuni prodotti nei confronti di alcune tipologie di risparmiatori, si assisterebbe anche a un cambio del paradigma rimediabile.

Ed infatti, spostando la tutela dal piano delle regole di condotta dell'intermediario a quello delle regole di validità del contratto con questi concluso, il risparmiatore a cui siano stati venduti *contra legem* prodotti che non rientrano tra quelli da lui validamente acquisibili potrà, infatti, agire, in alternativa all'azione risarcitoria, anche con un'azione di impugnativa negoziale, che potrebbe, sotto certi aspetti, avvicinarsi - dal momento che la soluzione proposta si risolve nella previsione di un limite legale di capacità al compimento di determinati atti - piuttosto ad un'azione di annullamento *ex art. 1425 cod.civ.*, che non a un'azione di nullità.

Un rimedio, questo, che è di più semplice esperimento - in quanto è fondato sull'accertamento di presupposti soltanto oggettivi e consente, attraverso la conseguente azione restitutoria di quanto versato sulla base del contratto caducato, il recupero integrale del capitale impiegato (o, al più, al netto dei soli eventuali vantaggi medio tempore ritratti dall'investimento) - rispetto alla proposizione dell'azione risarcitoria, che è fondata sull'accertamento del non corretto adempimento da parte dell'intermediario degli obblighi di comportamento posti a suo carico e rispetto alla quale, oltre a venire in rilievo il problema della determinazione della misura esatta del danno, si può porre anche l'ulteriore problema dell'*an* e del *quantum* il risparmiatore avrebbe potuto uscire anticipatamente dall'operazione e così almeno minimizzare il danno ai sensi dell'*art. 1227, comma 1, cod.civ.*

Trattasi, peraltro, di una soluzione che pare essere preferibile, proprio per il suo maggiore grado di certezza dipendente dalla fissazione *ex ante* del divieto, anche rispetto al riconoscimento - verso cui pure si è orientato il legislatore comunitario con l'*art. 42 del Reg. n. 600 del 14 maggio 2014* - alle Autorità nazionali di vigilanza dei mercati finanziari del c.d. potere di *product intervention* e che comprende, *inter alia*, anche la possibilità di disporre divieti di vendita e di commercializzazione di determinati strumenti finanziari.

Trattasi di un potere discrezionale, questo, assai penetrante, il cui esercizio è legato non solo e non tanto a esigenze di tutela di determinate categorie soggettive di risparmiatori, bensì di tipo essenzialmente oggettivo e sistemico, di rischio per la funzionalità ed integrità dei mercati e che, pertanto, non si presterebbe ad un uso selettivo in funzione di assicurare tutela solo ad una cerchia circoscritta di clientela non professionale.

Tale soluzione potrebbe dare ragionevolezza a disposizioni emergenziali del tipo di quelle adottate dal Consiglio dei Ministri con il D.L. n. 59 pubblicato sulla G.U. del 3 maggio 2016, con riferimento alla già menzionata vicenda degli obbligazionisti subordinati delle quattro banche sottoposte a risoluzione.

Ed infatti, postulare la possibilità di un rimborso automatico per tipologie circoscritte e definite di risparmiatori, individuati sulla base di indicatori di reddito che dovrebbero presuntivamente far ritenere che si tratti di persone espressione delle fasce sociali più disagiate e comunque più deboli, significa implicitamente presupporre che il titolo giuridico che legittima ad ottenere la prestazione patrimoniale in discorso non sia l'accertamento di una responsabilità dell'intermediario nel collocamento del prodotto accertamento da cui si prescinde del tutto, atteso che il diritto del cliente al rimborso sussiste anche ove l'intermediario avesse osservato in maniera puntuale e scrupolosa tutti gli obblighi di comportamento a suo carico - ma sia piuttosto un titolo restitutorio, che allora postula, se non proprio un annullamento, il riconoscimento di un'inefficacia del contratto di investimento e, comunque, che l'operazione sia considerata *tamquam non esset* ovvero neutralizzata.

Si tratterebbe di un'inefficacia la cui *ratio* risiede nell'implicita convinzione che quei prodotti non erano idonei per quella categoria di soggetti e non avrebbero dovuto essere loro venduti.

In altri termini, anche questa soluzione si fonda sull'idea implicita che quella vendita sia stata in definitiva *contra legem*, proprio in considerazione

della particolare connotazione soggettiva dei risparmiatori che se ne sono resi acquirenti.

CONCLUSIONI

Considerate le complessità dell'esecuzione del *bail-in*, il presente lavoro si è proposto di illustrare, oltre agli obiettivi di *policy* sottostanti e alle finalità dello strumento, i requisiti giuridici per la sua attuazione. In particolare, si è concentrato su aree che richiedono una maggiore consapevolezza giuridica, tenuto conto dell'interferenza con i diritti fondamentali e del significativo rischio di contenzioso che accompagna le azioni di risoluzione.

Non v'è dubbio che la complessità e delicatezza delle problematiche, anche di livello costituzionale, derivanti dalle prime applicazioni della normativa di recepimento della BRRD, ha suscitato in Italia una sempre più diffusa esigenza di revisione delle nuove regole.

La nuova disciplina ha mutato, infatti, il profilo di rischio dei titoli in portafoglio ai risparmiatori, mutandone la posizione rispetto al momento in cui i titoli sono stati sottoscritti o acquistati, con la conseguenza che uno strumento finanziario emesso e collocato prima dell'emanazione della BRRD in condizioni di mercato e in un contesto del tutto diverso rispetto a quello attuale può trasformarsi da prodotto finanziario a rischio basso o medio-basso a prodotto finanziario a rischio alto o medio-alto¹⁹³.

In effetti, se da un lato, può anche condividersi la *ratio* ispiratrice della suddetta disciplina, volta far sì che i bilanci pubblici non siano gravati dal peso dei numerosi salvataggi bancari in *bail out*, responsabilizzando, per tal via, gli amministratori degli enti creditizi e delle imprese di investimento – sì da evitare che essi siano tentati dal sottostimare i rischi nella gestione del credito, consapevoli dell'eventuale intervento pubblico in caso di fallimento, nonché gli azionisti e i creditori, chiamati ad esercitare un controllo più responsabile sui propri investimenti e, in caso di crisi, a contribuire al finanziamento delle perdite;

¹⁹³ Vedasi VEGAS, Audizione del Presidente CONSOB del 19 gennaio 2017 presso le Commissioni riunite (Finanze e Tesoro) del Senato della Repubblica VI (Finanze) della Camera dei Deputati "Audizioni sulla materia della tutela del risparmio nel settore creditizio", in www.consob.it.

dall'altro lato, la pre-condizione da cui muove la nuova *regulation* europea - *id est* un contesto ottimale di mercato, in cui i risparmiatori siano talmente educati ed informati sul settore finanziario da poter compiere in modo consapevole i propri investimenti, dando fiducia solo a banche patrimonialmente solide ed affidabili – appare, allo stato, del tutto insussistente.

La manifesta discrasia fra modello normativo e realtà fattuale, unitamente alla mancanza di un adeguato arco temporale per consentire agli ordinamenti nazionali di assorbire le nuove regole, ha finito per trovare gli Stati Membri e i loro sistemi bancari impreparati alla novità regolativa.

Ciò ha provocato, in sede di prima applicazione del nuovo *regimen*, conseguenze negative soprattutto nei confronti dei protagonisti più deboli, cioè sui risparmiatori (azionisti e obbligazionisti subordinati), i quali si sono trovati a dover condividere, con l'azzeramento delle proprie azioni o obbligazioni subordinate, gli oneri dell'assorbimento delle perdite delle banche emittenti, senza prevedere adeguati tutele e/o indennizzi nei confronti dei risparmiatori coinvolti (in ragione della limitata provvista finanziaria dell'istituto Fondo di solidarietà e della difficoltosa operatività della procedura arbitrale per ottenere un indennizzo).

Pertanto, un tale impatto sulla tutela del risparmio non può essere arginato mediante il ricorso ai doveri di informazione (regole di condotta), della cui fallacia si è già discusso, implicanti una responsabilità di tipo risarcitorio da parte dell'intermediario, ma (ed è questa la soluzione proposta nel presente lavoro) – preferibilmente - attraverso la previsione di regole di regole di validità a tutela degli investitori.

INDICE BIBLIOGRAFICO

ABRIANI, *Socius ad factum precise cogi potest? Diritto societario della crisi e proposte concorrenti*, in *ilsocietario.it*, 18 aprile 2016.

ACCETTELLA, *L'Accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'UE*, in *Banc., bor. tit. cred.*, 2013, pp. 501 ss.

AIROLLI, *La tutela del risparmio. Quaderni di sintesi della giurisprudenza costituzionale*, in *www.cortecostituzionale.it*.

ANTONUCCI, *Fra opacità e regole tossiche: il ruolo degli scenari probabilistici. Scritto per il Convegno <<Salvataggio bancario e tutela del risparmio*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2016.

ARIANI- GIANI, *La tutela degli azionisti nelle crisi bancarie*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, pp. 721 ss.

BARBAGALLO, *Audizione nell'Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano*, Roma, 9 dicembre 2015 Camera dei Deputati Sesta Commissione Finanze, p. 13.

BARCELLONA, *Ius monetarium*, Bologna 2012, pp. 27 ss.

BASTIANON, *La tutela del legittimo affidamento nel diritto dell'Unione Europea*, Milano, 2012.

BENTIVEGNA, *Fondi di garanzia dei depositi e crisi bancarie. Novità e profili problematici alla luce del nuovo framework regolamentare europeo in materia risanamento e risoluzione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, p. 25.

BLANDINI, *How to overcome crisis (and oneself) without getting overcome: la fiducia e il bail-in dal punto di vista del creditore*, in *Or.dir.comm.*, 2017, p. 15.

BOATTO, *Strumenti finanziari partecipativi emessi da s.p.a. bancarie: loro computabilità tra i "fondi propri", capacità di assorbimento delle perdite e ordine di esposizione al procedimento di "riduzione o conversione" ai sensi degli artt. 27 e ss. d.lgs. 180/2015*, relazione al Convegno di Orizzonti del diritto commerciale, Roma, 17-18 febbraio 2017.

BOCCUZZI, *L'Unione bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Roma, 2015, p. 11. Id., *I rapporti tra sistemi di garanzia dei depositanti e autorità di vigilanza nell'esperienza italiana e internazionale*, Working Paper n.5, 2009.

BONFATTI, *Crisi bancarie in Italia 2015-2017*, in *Riv.dir.banc.*, 2018. Id., *La responsabilità degli "enti ponte" (e delle banche incorporanti) per le pretese risarcitorie nei confronti delle "quattro banche" (vantate dagli azionisti "risolti", e non solo)*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, pagg. 9 ss. Id., *La disciplina della depositor preference e il ruolo dei sistemi di garanzia dei depositanti*, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 2016.

BONFATTI - VATTERMOLI, *I sistemi di garanzia dei depositanti*, in *Il Fallimento e le altre procedure concorsuali*, a cura di PANZANI, Torino, 2000, pp. 747 e ss.

BRIOLINI, in *Testo unico della finanza*. Commentario diretto da CAMPOBASSO, Torino, 2002, pp. 183 e ss.

BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015, pp. 194 e ss.

CAPIZZI - CAPPIELLO, *Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzosa di debito in capitale*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it, pp. 4 e ss.

CAPOLINO, *Risanamento e risoluzione delle banche: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità*, in MANCINI- PACIELLO- SANTORO- VALENSISE, *Regole e Mercato*, Torino, 2016, p. 632.

CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Torino, 2017, p. 152. ID., *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, p. 23. Id., *Evoluzione della disciplina di settore*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Padova, 2015.

CAPRIGLIONE - CERCONE, *Art. 96, Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di CAPRIGLIONE, Padova, 2001, pp. 747 e ss.

CAPRIGLIONE - TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi. La difficile conquista di una dimensione europea*, Torino, 2014, pp. 104 e ss.

CARDI, *Ricapitalizzazioni e garanzie nelle crisi bancarie: profili istituzionali e gestionali del caso italiano*, Torino, 2017.

CARRIÈRE, *Crisi bancaria e bail-in: prime noterelle sui decreti di recepimento della Direttiva BRRD*, in *Riv.dir.banc.*, 2016, pag. 4.

CERA, *Autonomia statutaria delle banche e vigilanza*, Milano, 2001.

CERCONE, *Le procedure per la crisi dei gruppi bancari*, in *Le procedure concorsuali, Procedure minori*, diretto da RAGUSA, MAGGIORE E COSTA, Torino, 2001.

CIOCCA, *Depositi e obbligazioni bancari: disciplina privatistica e strumenti contrattuali di tutela*, in *AGE*, 2016, p. 414.

COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2012, pp. 815 e ss.

COTTINO, *La responsabilità degli intermediari finanziari e il verdetto delle Sezioni Unite: chiose, considerazioni e un elogio dei giudici e per la sola Cass. n. 26724*, in *Giur. it.*, 2008, pp. 353 ss.

DALMARTELLO- PORTALE, voce *Deposito* (diritto vigente), in *Enc. dir.*, XII, Milano, 1964, p. 270.

DAVI-LONGO, *Bail-in, la Commissione UE accelera i tempi della riforma*, pubblicato da *IlSole24Ore* del 6 aprile 2017.

DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Padova, 2018, pp. 166 e ss.

DE POLIS, *La tutela dei depositi bancari nel quadro dell'Unione Bancaria Europea*, intervento alla cerimonia di intitolazione dell'Aula "Francesco Parrillo" dell'Università degli studi di Roma La Sapienza, 27 aprile 2016 (in www.dirittobancario.it). ID., *Unione Bancaria e gestione delle crisi: un modello di Banca in trasformazione Italia e UE a confronto*, Monza, 3 ottobre 2014.

DE STASIO, *Gestione di portafogli e bail-in*, in *Riv. dir. civ.*, 2017, pp. 365 e ss.

DI BRINA, *Il bail-in (l'influenza del diritto europeo sulle crisi bancarie e sul mercato del credito)*, paper presentato al Convegno di Orizzonti del Diritto commerciale del 26-27.2.2016, in www.orizzontideldirittocommerciale.it, pp. 14 e ss. ID., "Risoluzione" della banche e "Bail-in" alla luce dei principi della Carta fondamentale dell'UE e della Costituzione nazionale, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2015, pp. 184 e ss.

DILENA, *Obbligazioni subordinate, così la Consob ha lasciato mano libera ai banchieri*, in *Gli Stati generali*, 12 dicembre 2015.

DOLMETTA, *Le tutele mancanti*. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio», in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 2016.

FORESTIERI, *L'unione bancaria europea e l'impatto sulle banche*, in *Banc. imp. soc.*, 2014, pp. 496 e ss.

FRIGENI, *Le s.p.a. bancarie dopo Basilea III. Struttura patrimoniale e finanziaria*, Milano, 2013, pp. 102 ss.

GALANTI, *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, 2008, pp. 1009 e ss.; COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2007.

GARDELLA, *Il bail in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *Banca borsa*, 2015, p. 587.

GARGANTINI, *Procedure di risoluzione bancarie: tutela della proprietà e dell'equo processo, relazione per il convegno "I diritti fondamentali in Europa e il diritto privato" tenutosi a Roma il 22 aprile 2016*

GIANNITI, *Le prospettive di integrazione tra ordinamento UE ed ordinamento CEDU*, in *Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali*, a cura di GIANNITI, Bologna 2015, p. 523 ss.

GIORGIANNI - TARDIVO, *Diritto bancario. Banche contratti e titoli bancari*, Milano, 2006, p. 341.

GRECO, *La tutela del risparmiatore alla luce della nuova disciplina di "risoluzione" delle banche*, in *Banca, impr., soc.*, 2016, p. 97.

GUERRERA - MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni societarie di "riorganizzazione"*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 88 e ss.

GUERRERA, *La ricapitalizzazione "forzosa" delle società in crisi: novità, problemi ermeneutici e difficoltà operative*, in *Riv. dir. fall.*, 2016, pp. 5 e ss. Id., *Le competenze degli organi sociali nelle procedure di regolazione negoziale della crisi*, in *Dir. soc. cris. Imp.*, a cura di TOMBARI, Torino, 2014, pp. 76 e ss.

GUIZZI, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in *Corr. giur.*, 2016, p. 745 ss. Id., *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corr. giur.*, 2015, pp. 1485 e ss.

INZITARI, *BRRD, Bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. n. 180 del 2015)*, in *Cont. e impr.*, 2016, pp. 689 e ss. Id., *Crediti deteriorati (NPL), aiuti di Stato nella BRRD e nella comunicazione sul settore bancario del 30.7.2013 della Commissione Europe*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, Milano, 2016. Id., *La disciplina della crisi nel testo unico bancario* (Atti del convegno "Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri, tenutosi a Roma il 16 settembre 2013, pp.121 e ss.

IRTI, *Un diritto incalcolabile*, Torino, 2016, p. 15 ss. Id., *Capitalismo e calcolabilità giuridica (letture e riflessioni)*, in *Riv. soc.*, 2015, p. 801 ss. Id.,

Calcolabilità weberiana e crisi della fattispecie, in *Riv. dir. civ.*, 2014, pp. 987 ss..

LAMANDINI, *Il diritto bancario dell'Unione*, in *Banc., bor., tit. cred.*, 2015, pp. 431 e ss.

LAVIOLA- LOIACONO- SANTELLA, *Il nuovo regime europeo di risoluzione delle crisi bancarie: un'analisi comparata dell'applicazione del bail-in*, in *Bancaria*, 2015, p. 59.

LENER, *Bail-in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banc.bors tit.cred.*, 2016., p. 290. Id., *Bail in: una questione di regole di condotta? Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmiatore»*, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 2016

LUCIANO, *La gestione della s.p.a. nella crisi pre-concorsuale*, Milano, 2016, pp. 93 e ss.

LUPOI, *Trasparenza e correttezza delle operazioni bancarie e di investimento (note alle nuove istruzioni della Banca d'Italia sulla trasparenza)*, in *Cont. e imp.*, 2009, pp. 1244 e ss.

MACCARONE, *Sistemi di garanzia dei depositanti*, in *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di BELLI, CONTENTO, GRIFFI, PORZIO, SANTORO, Bologna, 2003.

MAGGIOLIO, *Servizi ed attività di investimento*, in *TRATT.CICU-MESSINEO*, Milano, 2012, p. 455.

MARCUCCI, *Crisi bancarie e diritti degli azionisti*, in *Dir. soc. cris. imp.*, a cura di TOMBARI, Torino, 2014, pp. 156 e ss..

MARICONDA, *L'insegnamento delle Sezioni Unite sulla rilevanza della distinzione tra norme di comportamento e norme di validità*, in *Corr. giur.*, 2008, p. 223.

MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in *Amministrazione e controllo nel diritto delle società*. Liber amicorum Piras, Torino, 2010, pp. 835 ss.

MECATTI, *Sub art. 96 e ss.*, in *Testo unico bancario*, a cura di PORZIO, Milano, 2010.

MERUSI, *Buona fede e affidamento nel diritto pubblico. Dagli anni «trenta» all'«alternanza»*, Milano, 2001.

MIELI, *Crisis management and deposit insurance schemes: the Italian experience and the European perspective*, Roma, 30 settembre- 1 ottobre 2010.
MINICO, *Esiste ancora l'interesse alla difesa del risparmio?*, in *Pol. dir.*, 2002, pp. 165 ss.

MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in *Banc. bor. tit. cred.*, 2015, pp. 707 ss.. Id., *I doveri degli amministratori, degli organi di controllo e della società di revisione nella fase di emersione della crisi*, in *Dir. soc. cris. imp.*, a cura di TOMBARI, Torino, 2014, pp. 40 ss.. Id., *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi tra diritto societario e diritto concorsuale*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, pp. 820 ss.

MULIERI, *Art. 96 ter, Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di COSTA, Torino, 2013.

NIGRO, *Diritto societario e procedure concorsuali*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Campobasso, diretto da ABBADESSA - PORTALE, Torino, 2006, pp. 198 ss.

PACILEO, *Doveri informativi e libertà di impresa nella gestione di una s.p.a. in "fase crepuscolare"*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, pp. 72 ss.

PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di CAPRIGLIONE, Padova, 2015, pp. 547 ss.

PAGLIERINI – SCIASCIA, *Prevenzione e gestione armonizzata delle crisi bancarie nell'unione europea. Uno sguardo d'insieme*, in *Società*, 2015, p. 986.

PANETTA, *Indagine conoscitiva sul sistema bancario italiano nella prospettiva della vigilanza europea in riferimento all'esame degli Atti del Governo n. 208 e n. 209 relativi al risanamento e risoluzione degli enti creditizi e imprese di investimento*, Audizione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia presso il Senato della Repubblica in data 29 ottobre 2015, p. 11, consultabile sul sito ufficiale della Banca d'Italia

PERRINO, *Il diritto societario della crisi delle imprese bancarie nella prospettiva europea: un quadro d'insieme*, in CHITI - SANTORO, *L'unione bancaria europea*, Pisa, 2016, pp. 355 e ss..

PORTALE, *Dalla «Pietra del vituperio» al «Bail-in»*, in *Riv.dir.comm. dir.gen.obb.*, 2017, pp. 21 e ss. Id., *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 48 ss. Id., *Verso un "diritto societario della crisi"?*, in *Dir. soc. cris. imp.*, a cura di TOMBARI, Torino, 2014, p. 4.

PRESTI, *Il bail-in*, in *Banc. imp. soc.*, 2015, pp. 352 ss.

RAGANELLI, *Crisi bancarie e giustizia europea*, in AGE, 2016, p. 458; GRECO, *La tutela del risparmiatore alla luce della nuova disciplina di «risoluzione» delle banche*, in *Banca, impr., soc.*, 2016, p. 89 ss..

RISPOLI FARINA, *La disciplina europea di soluzione delle crisi bancarie. L'attuazione nell'ordinamento italiano. Profili problematici*, in *Regole e Mercato*, Torino, 2017, pp. 3 e ss.

ROSSANO, *Gli aiuti di Stato alle banche e le ritrattazioni della Commissione: tra distorsioni della concorrenza e (in)stabilità finanziaria (nota a sentenza del Tribunale UE del 12 novembre 2015, Causa T. 499/12)*, in *Riv.trim.dir.econ.*, 2016, pagg. 11 e ss. Id., *Nuove strategie per la gestione delle crisi bancarie: il bail-in e la sua concreta applicazione*, in *Riv.trim.dir.ec.*, 2015, p.269.

RULLI, *Contributo allo studio della disciplina della risoluzione bancaria. L'armonizzazione europea del diritto delle crisi bancarie*, Torino, 2017, pp. 54 e ss. Id., "Dissesto", "risoluzione" e capitale nelle banche in crisi, paper presentato al Convegno di Orizzonti del Diritto commerciale del 26-27.2.2016, in www.orizzontideldirittocommerciale.it. Id., *Dal salvataggio pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi della concorsualità e prime esperienze applicative*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2015, p. 296. Id., *Prevenire l'insolvenza. Dal salvataggio pubblico alla risoluzione bancaria: rapporti con i principi della concorsualità e prime esperienze applicative*, in *Riv.trim.dir.ec.*, 2015, pp. 284 e ss.

RUTA, *Il sistema della legislazione bancaria*, Roma, 1975.

SABATINI, *Schemi di d.lgs. relativi all'attuazione della direttiva 2014/59/UE, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi (Atto 208 e Atto 209)*, audizione del 27 ottobre 2015, presso il Senato della Repubblica VI Commissione (Finanze e Tesoro).

SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *Dir. soc. cris.imp.*, a cura di TOMBARI, Torino, 2014, pp. 109 ss.

SANDEI, *Il bail-in tra diritto dell'insolvenza e diritto dell'impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 2017, pp. 880 e ss.

SANTONI, *La disciplina del bail-in, lo stato di dissesto e la dichiarazione dello stato di insolvenza*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2016, pp. 517 e ss.

SANTORO, *Crisi bancarie, ruolo dell'informazione e protezione del cliente*, in *Crisi dell'impresa e ruolo dell'informazione*, Atti VIII Incontro italo-spagnolo di diritto

commerciale (Napoli, 25 settembre 2015), a cura di PACIELLO e GUIZZI, Milano, 2016, p. 215 ss.

SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 2008, p. 25 ss; ID., *Autodeterminazione e formazione eteronoma del regolamento negoziale. Il problema dell'effettività delle regole di condotta (Relazione al Convegno "La disciplina civilistica dei contratti di investimento", Milano, 22 maggio 2009)*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, pp. 93 ss.

SCOPELLITI, *La disciplina dei mercati: introduzione alla trasparenza*, in *Consob, Workshop sulle misure di Livello 2 della Mifid II / MiFIR*, 22 luglio 2014; ID., *La disciplina dei mercati*, in *Consob, Workshop sulle misure di Livello 2 della Mifid II / MiFIR*, 14 luglio 2014.

SEMERARO, *Principio di condivisione degli oneri e tutela del risparmio*. Scritto per il convegno "*Salvataggio bancario e tutela del risparmio*", 2016.

SGROI, *Le obbligazioni bancarie e l'esposizione delle famiglie, una storia italiana*, in <http://www.econopoly.ilsole24ore.com/2016/07/13/le-obbligazioni-bancarie-e-lesposizione-dellefamiglie-una-storia-italiana/>

SPERANZIN, voce *Bail-in (e condivisione degli oneri)*, in *Dig. disc. priv.*, 2017, pp. 28 ss.

STANGHELLINI, *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, in *An.giur.econ.*, 2016, pp. 567 e ss. Id., *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in AA.VV., *Dal testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia*, Roma, 2014, pp. 147 ss. ID., *La crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, pp. 24 ss.

STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, pp. 617 ss.

TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Dir. soc. cris. imp.*, a cura di TOMBARI, Torino, 2014, pp. 14 ss.

TOSATO, *Bail-in: legittimo, ma non obbligatorio*, in www.affarinternazionali.it, 26 luglio 2016.

TREMONTI, *Perché il «bail-in» è del tutto irrazionale*, in *Il Sole 24 ore*, 24.1.2017, p. 23.

TROIANO, *La product governance*, in *La MiFID II. Rapporti con la clientela . Regole di governance. Mercati*, a cura di TROIANO - MOTRONI, Padova, 2016, pp. 213 ss.

VATTERMOLI, *Il bail*, in *L'Unione bancaria europea*, a cura di CHITI-SANTORO, Pisa, 2016, p. 124.

VEGAS, *Audizioni sulla materia della tutela del risparmio nel settore creditizio presso Commissioni riunite 6ª (Finanze e Tesoro) del Senato della Repubblica VI (Finanze) della Camera dei Deputati*, 19 gennaio 2017

VICARI, *I doveri degli organi sociali e dei revisori in situazioni di crisi di impresa*, in *Giur. comm.*, 2013, pp. 133 ss.

VIGNOCCHI, *Il servizio del credito nell'ordinamento pubblicistico italiano*, Milano, 1968.

VITALE, *Il modello organizzativo dell'ordinamento del credito*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1972, p. 1413 ss.

WEBER, *Storia economica. Linee di una storia universale dell'economia e della società*, Roma, 1993, p. 298.