



SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA

DOTTORATO DI RICERCA IN
DIRITTO DELL'ECONOMIA E DELL'IMPRESA E DI PROCEDURA
CIVILE E DI DIRITTO INTERNAZIONALE

Curriculum “diritto commerciale e dell’economia”

LA CRISI DELLE SOCIETÀ DI CAPITALI
AL TEMPO DEL *BAIL-IN*

Dott. Iacopo Donati

INDICE-SOMMARIO

Introduzione.....	I
-------------------	---

CAPITOLO I

LA CRISI NELLA SOCIETÀ PER AZIONI ORDINARIA

1. Potere e rischio: flessibilità “orizzontale” e rigidità “verticale”	1
1.1. <i>La distribuzione del controllo e del valore nelle società di capitali</i>	<i>1</i>
1.2. <i>Gli effetti della crisi della società</i>	<i>9</i>
2. Il riallineamento tra potere e rischio nella società di capitali in crisi	12
2.1. <i>L'immediata ricaduta sugli amministratori del disallineamento “verticale” tra potere e rischio</i>	<i>12</i>
2.2. <i>Soglia di rilevanza e attivazione dei meccanismi di trasferimento del controllo: adeguatezza patrimoniale e finanziaria</i>	<i>24</i>
2.3. <i>Il trasferimento del controllo sul patrimonio della società in crisi. La regola “ricapitalizza, trasforma o liquida”</i>	<i>33</i>
3. Il difettoso coordinamento tra diritto societario e concorsuale	41
3.1. <i>Il “monopolio” dei soci sul soggetto-società</i>	<i>42</i>
3.2. <i>Il superamento (incompiuto) del potere di veto dei soci</i>	<i>46</i>
3.3. <i>Alcune soluzioni adottate dagli altri ordinamenti</i>	<i>54</i>
3.4. <i>Una possibile responsabilità deliberativa dei soci “ricattatori”</i>	<i>59</i>

CAPITOLO II

LA CRISI NELLA SOCIETÀ PER AZIONI BANCARIA

1.	La disciplina delle crisi bancarie quale primo sistema organico di diritto societario della crisi	63
2.	La crisi dell'impresa bancaria. Problemi comuni con conseguenze straordinarie	67
3.	Le riforme avviate a livello internazionale e di singoli stati	80
4.	L'Unione bancaria europea	85
5.	Il diritto europeo delle crisi bancarie	94
5.1.	<i>Programmazione</i>	95
5.2.	<i>Le misure di intervento precoce</i>	100
5.3.	<i>(Segue) Il potere di riduzione o conversione degli strumenti di capitale (c.d. write down)</i>	102
5.4.	<i>La risoluzione e le altre procedure di gestione della crisi bancaria</i>	102
5.5.	<i>(Segue) Stabilizzazione pubblica</i>	106
6.	I principi che governano il trattamento degli azionisti e creditori	108
6.1.	<i>Il principio fondamentale dell'assenza di pregiudizio (c.d. no creditor worse off)</i>	108
6.2.	<i>Il rispetto tendenziale della gerarchia concorsuale e della parità di trattamento</i>	113
7.	Il presupposto oggettivo della risoluzione	117
7.1.	<i>Il requisito del dissesto o del rischio di dissesto</i>	119
7.2.	<i>La non praticabilità di soluzioni alternative</i>	129
7.3.	<i>L'inidoneità del write down a superare la crisi</i>	132
7.4.	<i>L'interesse pubblico alla risoluzione</i>	134
8.	La valutazione dell'esperto indipendente	135
8.1.	<i>La valutazione che precede la risoluzione</i>	136
8.2.	<i>La valutazione "precedente": criteri di redazione</i>	141
8.3.	<i>La diversa funzione della valutazione "precedente" e di quella "successiva"</i>	146
8.4.	<i>La valutazione "successiva": contenuto e criteri di redazione</i>	149

CAPITOLO III

LA RICAPITALIZZAZIONE INTERNA (*BAIL-IN*) COME MEZZO DI SUPERAMENTO DELLA CRISI DELLA SOCIETÀ PER AZIONI BANCARIA

1.	Il <i>bail-in</i> come ricapitalizzazione “interna” della banca	155
2.	Riconduzione ad unità di uno strumento geneticamente duplice: <i>write down</i> e <i>bail-in</i>	161
3.	I fondi propri e le passività soggette a <i>bail-in</i>	167
3.1.	<i>I fondi propri</i>	167
3.2.	<i>Le passività ammissibili: approccio onnicomprensivo</i>	169
3.3.	(Segue) <i>Le esenzioni di portata generale</i>	170
3.4.	(Segue) <i>Facoltà di esenzione discrezionale di passività</i>	178
3.5.	<i>La destinazione del “surplus di risoluzione” e il problematico trattamento dei crediti contestati</i>	183
4.	L'essenziale pianificazione del <i>bail-in</i>: requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (c.d. MREL)	190
5.	L'applicazione del <i>bail-in</i> alle passività ammissibili	200
5.1.	<i>L'ordine di assorbimento delle perdite</i>	202
5.2.	<i>La determinazione del tasso di conversione</i>	207
5.3.	(Segue) <i>La “diluizione significativa” dei vecchi soci</i>	215
5.4.	<i>La riduzione e conversione in azioni delle passività</i>	221
5.5.	(Segue) <i>Particolarità nel caso di bridge bank e crisi di gruppo</i>	225
5.6.	<i>Tutela degli azionisti e creditori. Gli stringenti limiti al potere di “write up”</i>	231
6.	La stretta via della condivisione degli oneri per il ricorso al finanziamento pubblico della risoluzione	234
7.	La gestione della società dopo il <i>bail-in</i>	244
7.1.	<i>La riorganizzazione aziendale quale necessario complemento della ripatrimonializzazione</i>	244
7.2.	<i>L'eventuale esercizio delle azioni di responsabilità e delle revocatorie fallimentari</i>	248

CAPITOLO IV

DAL *BAIL-IN* BANCARIO AL DIRITTO SOCIETARIO DELLA CRISI

1. Internalizzazione dei costi della crisi e impatto sulla raccolta	251
2. Modalità nuove per obiettivi vecchi: un meccanismo concorsuale che opera sul soggetto	256
3. Il peso della tradizione nell’assetto delle procedure concorsuali	264
4. La struttura societaria come mezzo efficiente di soddisfazione dei creditori	268
5. Le specificità connesse alla natura bancaria del debitore	274
6. I limiti all’estensione di un meccanismo di ricapitalizzazione “interna”	281
6.1. <i>I vincoli imposti dalle garanzie costituzionali</i>	283
6.2. <i>I vincoli imposti dal diritto europeo</i>	290
7. Uno sguardo all’evoluzione dell’ordinamento italiano	296
7.1. <i>La recente “societarizzazione” del diritto fallimentare</i>	297
7.2. <i>Capitale di rischio e capitale di debito: una classificazione in crisi?</i>	300
8. La ricapitalizzazione “interna” in funzione del riequilibrio dinamico dell’adeguatezza patrimoniale e finanziaria	308
8.1. <i>Il superamento della regola “ricapitalizza, trasforma o liquida”</i>	309
8.2. <i>Il trasferimento del controllo nel concordato preventivo e nel fallimento</i>	316
 Bibliografia	 323

Introduzione

1. Allorché un'impresa esercitata in forma societaria entri in crisi, si trovano a operare contestualmente due corpi normativi distinti e, tra loro, non coordinati in misura soddisfacente. Più precisamente, in caso di insolvenza, la disciplina della società, quale organizzazione e finanziamento dell'esercizio collettivo di un'attività di impresa, sembra in larga misura indifferente agli effetti che si producono sul patrimonio sociale ad opera del diritto fallimentare. La società fallita continua ad esistere (e, dopo la riforma organica del diritto societario del 2003, non può nemmeno ritenersi automaticamente sciolta), ma viene ad essere spossessata del suo patrimonio, divenendo così un "guscio vuoto".

Tale assetto normativo, avente radici storiche, ha, negli ultimi decenni, mostrato la corda di fronte al mutare del contesto normativo, economico e sociale. Il progressivo distacco del diritto fallimentare dalla sua risalente matrice processualistica, l'affievolimento della connotazione di disvalore tradizionalmente associata al fallimento e l'imporsi nel panorama economico del fenomeno societario hanno sicuramente giocato un ruolo rilevante in questo senso. L'inadeguatezza dell'assetto normativo descritto è tuttavia emersa in modo prepotente con la recente crisi economica, che, pur traendo origine dal settore finanziario, si è progressivamente estesa al sistema delle imprese comuni.

La reazione dei legislatori nazionali e sovranazionali è stata, in molti casi, immediata. Tale reazione, proprio alla luce del canale di trasmissione delle crisi esistente tra settore finanziario ed economia "reale", ha visto la maggior parte degli sforzi concentrarsi nella predisposizione di un quadro normativo adeguato a permettere la gestione delle crisi delle banche e delle altre società che esercitano attività finanziaria. *A latere* di questo rilevante impegno, che ha richiesto anche un coordinamento internazionale alla luce della dimensione globale del problema, molti stati, nel loro ordinamento interno, hanno intrapreso riforme in materia di crisi delle società di capitali "ordinarie" (cioè non bancarie), parte delle quali miranti a coordinare fra loro, nella crisi, il diritto societario e il diritto fallimentare. Tali riforme,

come si vedrà, hanno condotto anche in Italia ad un processo di “societarizzazione” del diritto fallimentare che, tuttavia, non sembra ancora potersi dire concluso.

2. Il presente lavoro si pone l’obiettivo di individuare i principali punti di frizione tra diritto societario e concorsuale nella gestione della crisi delle società per azioni e, traendo stimolo dall’analisi della disciplina introdotta nel 2015 per la risoluzione delle crisi bancarie, identificare gli spazi e i limiti esistenti in merito all’affermarsi, in prospettiva, di un sistema che superi il tradizionale “baluardo” dell’indisponibilità del soggetto-società per i creditori; ciò in prosecuzione ed evoluzione del percorso iniziato con l’introduzione della disciplina della proposte di concordato preventivo concorrenti (d.l. n. 83/2015, conv. in l. n. 132/2015).

L’analisi prenderà le mosse nel Capitolo I dalla descrizione dell’ideale processo che, all’aggravarsi della crisi di una società per azioni ordinaria, sottopone il controllo sul patrimonio da parte dell’organizzazione sociale ad una crescente pressione, sino al momento in cui tale controllo diviene “competenza” del diritto concorsuale. Si vedrà come alla base di tale processo vi sia il principio di correlazione tra potere e rischio che, sebbene derogabile (e sempre più derogato) nei rapporti tra soci (in senso, per così dire, “orizzontale”), continua ad essere un irrinunciabile architrave dell’ordinamento nei rapporti tra diverse categorie di investitori (si dirà in senso “verticale”). L’epilogo di questo processo, come si vedrà, si verifica in occasione dell’attivazione della regola “ricapitalizza, trasforma o liquida” che, nella sua formulazione tradizionale, mette i soci di fronte all’alternativa tra ripristinare il proprio investimento o accettare che il patrimonio sociale venga liquidato e trasferito, fino a concorrenza dell’indebitamento sociale, ai creditori.

Qualora i soci non ricapitalizzino e la società si sciolga, l’“evaporazione” del valore solitamente associata con la perdita della continuità aziendale rende infrequente il ricorso alla liquidazione *in bonis* organizzata dai soci, richiedendo più di sovente che la distribuzione del patrimonio sociale ai creditori avvenga secondo le regole della liquidazione concorsuale.

La netta contrapposizione tra continuazione ad opera dei soci, da un lato, e liquidazione del patrimonio, con frequente danno dei creditori, dall’altro, ha condotto il legislatore, ormai da tempo, ad introdurre tra questi due estremi una “terza via”, costituita da strumenti alternativi alla liquidazione fallimentare in grado di consentire

il ripristino della correlazione tra potere e rischio, con il coinvolgimento dei creditori ma a costi inferiori rispetto a quelli imposti da una liquidazione. Il “monopolio” della società debitrice rispetto a tali soluzioni riorganizzative, e quello riconosciuto ai soci laddove si intenda incidere sull’organizzazione societaria, si traducono nella possibilità, in via di mero fatto, per i soci di estrarre valore a scapito dei creditori. Tale “monopolio” è stato solo di recente attenuato con l’introduzione, nel 2015, della disciplina delle proposte di concordato preventivo concorrenti, in linea con una diffusa tendenza internazionale a prevedere meccanismi di neutralizzazione del potere di veto dei soci rispetto a soluzioni delle crisi che coinvolgano il soggetto-società. Come si è detto, benché tale intervento del legislatore italiano, se letto alla luce del sistema della responsabilità degli amministratori e dei soci, consenta di escludere la legittimità di atteggiamenti “estorsivi”, il coordinamento tra diritto societario e concorsuale appare ancora lungi dall’essere compiuto.

3. Una diversa situazione si ha nel diritto bancario, nel quale, sotto l’impulso europeo, ha fatto ingresso un sistema articolato e organico di gestione della crisi delle società bancarie. L’enorme sforzo che ha portato all’elaborazione di questo corpo normativo e l’ampia riflessione che ne ha accompagnato l’introduzione – giustificati dai rilevanti interessi pubblici messi in gioco dalle crisi bancarie – rendono tale sistema normativo il referente essenziale di qualsiasi analisi in tema di disciplina della crisi delle società per azioni. Del resto, è accaduto di frequente, in passato, che soluzioni nate all’interno del diritto bancario – ove la complessità e la delicatezza dei fenomeni regolati spinge verso un continuo affinamento normativo – finiscano poi per rivelarsi funzionali anche in una prospettiva generale e, pertanto, vengano estese dal legislatore, seppur con adattamenti, anche alle società di capitali ordinarie.

4. L’esame del quadro normativo previsto per la gestione della crisi delle società per azioni bancarie, condotto nel Capitolo II, sarà preceduto dall’identificazione dei problemi che hanno impedito il ricorso alle procedure concorsuali ordinarie per gestire le recenti crisi bancarie; ciò al fine di evidenziare come quei problemi non fossero qualitativamente molto diversi rispetto a quelli posti dall’insolvenza delle società per azioni ordinarie, mentre diversa era la dimensione quantitativa (sistemica) degli effetti derivanti dalla mancanza di un’adeguata risposta normativa. In questa

prospettiva, la difficoltà di risolvere le crisi bancarie utilizzando le procedure concorsuali ordinarie può apparire come la “cartina di tornasole” dell’inadeguatezza di tali strumenti concorsuali anche rispetto alla crisi delle società per azioni ordinarie.

L’analisi della disciplina per la gestione della crisi delle società per azioni bancarie si concentrerà, nel Capitolo III, sullo strumento del *bail-in* che, nell’ambito dei vari meccanismi previsti, sembra realizzare gli obiettivi cui tipicamente sono volte tutte le procedure concorsuali, seppur con modalità diametralmente opposte rispetto a quelle consuete. Mentre le procedure ordinarie, infatti, incidono sul patrimonio e, più di recente, anche sul soggetto-società, il *bail-in* attua la responsabilità patrimoniale agendo *soltanto* sulla struttura organizzativa della società per azioni bancaria, senza interferire con il suo patrimonio. Più precisamente, il trasferimento del controllo ai creditori avviene, in questo caso, certificando formalmente la posizione residuale da loro economicamente assunta per effetto delle perdite e ricollegando a tale posizione residuale le conseguenze che – nel modello delle società di capitali – ordinariamente ne discendono in tema attribuzione dei diritti amministrativi. In questa prospettiva, la ricapitalizzazione “interna” operata tramite la forzata esclusione (o diluizione) dei vecchi soci e la conversione delle pretese dei creditori in azioni della banca si sostanzia, a ben vedere, in un adeguamento della “forma” (l’assetto di governo societario) alla “sostanza” (la reale struttura finanziaria della società).

5. Alla luce del percorso argomentativo svolto, il Capitolo IV si proporrà quindi di identificare come il meccanismo di ricapitalizzazione “interna” alla base del *bail-in* possa influenzare l’ulteriore sviluppo del processo di coordinamento tra diritto societario e concorsuale ancora incompiuto per le società per azioni ordinarie. In quest’ottica, si evidenzierà come l’allocazione delle perdite sui titolari di pretese verso la banca secondo la gerarchia concorsuale ordinaria – obiettivo che, nella prospettiva inversa, coincide con il ripristino della correlazione tra potere e rischio – dia luogo ad una distribuzione del valore che simula quella che derivante da un’ipotetica liquidazione della banca, con l’effetto tuttavia di non esporre il suo patrimonio alla consueta “evaporazione” di valori cui si è fatto riferimento in precedenza. Ciò, accompagnato fatto che le perdite sono valutate da un esperto (e non, invece, dal mercato diversamente dalla liquidazione concorsuale), consentirà di evidenziare come

il *bail-in* sia, essenzialmente, una procedura concorsuale “virtuale” ad esecuzione istantanea.

In quest’ottica, si dimostrerà che il meccanismo può condurre a risultati più efficienti di una liquidazione concorsuale; invero, sotto questo profilo, si vedrà che l’efficienza del meccanismo di ricapitalizzazione “interna” sembrerebbe più difficilmente controvertibile nelle società per azioni ordinarie, con riferimento alle quali non sorgono i problemi reputazionali e sistemici che, dopo l’introduzione del *bail-in* bancario, hanno suscitato dubbi in merito all’opportunità del suo effettivo utilizzo. Ci si soffermerà, successivamente, sugli eventuali ostacoli che una generalizzazione di un meccanismo di ricapitalizzazione “interna” potrebbe incontrare in fonti normative vincolanti per il legislatore ordinario (in specie, nei diritti costituzionali degli azionisti e dei creditori e nelle norme previste dall’ordinamento europeo, genericamente ma chiaramente volte alla tutela dei “diritti di proprietà”).

La possibilità di superare tali ostacoli e, anzi, la consonanza della ricapitalizzazione interna con alcune fondamentali linee evolutive rintracciabili nell’ordinamento, indurrà a tentare un ripensamento del sistema posto a presidio della correlazione tra potere e rischio “verticale” nelle società per azioni alla luce del meccanismo di ricapitalizzazione “interna” previsto dal *bail-in*. In particolare, si ipotizzerà, *de iure condendo*, la possibilità di una conversione delle pretese dei creditori economicamente residuali lungo tutta la traiettoria che va dal verificarsi di una causa di scioglimento all’insolvenza della società per azioni, delineando lungo tale traiettoria modalità di conversione diverse, tali da garantire sempre il rispetto dei diritti fondamentali dei soci e dei creditori. Il sistema così ricostruito sarebbe in grado di garantire il riequilibrio dinamico del rapporto tra mezzi propri e mezzi altrui a disposizione della società, senza imporre una liquidazione.

CAPITOLO I

LA CRISI NELLA SOCIETÀ PER AZIONI ORDINARIA

SOMMARIO: 1. Potere e rischio: flessibilità “orizzontale” e rigidità “verticale” – 1.1. *La distribuzione del controllo e del valore nelle società di capitali* – 1.2. *Gli effetti della crisi della società* – 2. Il riallineamento tra potere e rischio nella società di capitali in crisi – 2.1. *L'immediata ricaduta sugli amministratori del disallineamento “verticale” tra potere e rischio* – 2.2. *Soglia di rilevanza e attivazione dei meccanismi di trasferimento del controllo: adeguatezza patrimoniale e finanziaria* – 2.3. *Il trasferimento del controllo sul patrimonio della società in crisi. La regola “ricapitalizza, trasforma o liquida”* – 3. Il difettoso coordinamento tra diritto societario e concorsuale – 3.1. *Il “monopolio” dei soci sul soggetto-società* – 3.2. *Il superamento (incompiuto) del potere di veto dei soci* – 3.3. *Alcune soluzioni adottate dagli altri ordinamenti* – 3.4. *Una possibile responsabilità deliberativa dei soci “ricattatori”*

1. Potere e rischio: flessibilità “orizzontale” e rigidità “verticale”

1.1. *La distribuzione del controllo e del valore nelle società di capitali*

La società di capitali, il cui prototipo è la società per azioni, costituisce un artificio organizzativo finalizzato a rendere possibile l'efficiente gestione collettiva di un'attività economica alla quale possono partecipare anche numerosi soggetti. È noto che le caratteristiche indefettibili di questo modello, presenti in tutti gli ordinamenti moderni, sono la creazione di un centro di imputazione dei rapporti giuridici e l'attribuzione del potere di controllo sull'impresa a coloro che – tra i soggetti che apportano risorse finanziarie all'impresa – vantano una pretesa di carattere “residuale”⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Sul tema, in chiave comparatistica, si veda J. ARMOUR, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *What is Corporate Law?*, in (Aa.Vv.) *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, 2009, pp. 5 ss. che individuano cinque fondamentali caratteristiche strutturali delle società commerciali comuni ai vari ordinamenti: personalità giuridica, responsabilità limitata, trasferibilità delle partecipazioni, gestione accentrata in capo agli amministratori, e titolarità dell'impresa da parte degli investitori.

La prima caratteristica, realizzata mediante la creazione di un soggetto artificiale (denominato “persona giuridica”), serve ad evitare di dover imputare i rapporti giuridici dell’impresa a tutti coloro che vi partecipano, in regime di contitolarità ⁽²⁾. Un simile assetto, infatti, si rivelerebbe estremamente gravoso per tutti coloro che entrino in contatto con la società, i quali dovrebbero contrattualmente vincolarsi verso tutti i soggetti che partecipano alla società, e finirebbe, inoltre, per limitare la possibilità di dismettere in qualsiasi momento l’investimento effettuato nell’impresa collettiva ⁽³⁾. La creazione di un autonomo soggetto di diritto, insieme al suo corollario della limitazione della responsabilità patrimoniale, consente di rendere

⁽²⁾ Il passaggio dall’esercizio individuale dell’impresa a quello collettivo impone, infatti, di abbandonare il sistema – primitivo nella sua essenzialità – fondato sulla figura dell’«*imprenditore*», centro di imputazione giuridica di tutti i rapporti connessi all’esercizio dell’impresa e *dominus* della stessa da un punto di vista gestionale, in favore di un sistema basato sulla scissione tra titolarità dei rapporti giuridici, da un lato, e controllo sulla gestione dell’impresa, dall’altro. Cfr. U. TOMBARI, *La nuova struttura finanziaria della società per azioni* (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario), in *Riv. soc.*, 2004, pp. 1082 ss. e, ivi, p. 1102; A. MIGNOLI, *La società per azioni oggi. Problemi e conflitti.*, in *Riv. soc.*, 1990, pp. 1 ss.; G. COTTINO, *Il diritto che cambia: dalle compagnie coloniali alla grande società per azioni*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1989, pp. 493 ss.; P. IAMICELLI, *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova, 2003, pp. 201 ss. La visione del “soggetto” quale elemento funzionalmente asservito all’“attività” di impresa costituisce elemento centrale del contributo di P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1976, *passim* e, in specie, pp. 295 ss. Non è ovviamente possibile in questa sede ripercorrere le elaborazioni della dottrina sul concetto di persona giuridica, in merito alle quali si rimanda in particolar modo ai saggi di F. D’ALESSANDRO, *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, Padova, 1989; G. ROSSI, *Persona giuridica, proprietà e rischio di impresa*, Milano, 1967; R. ORESTANO, *Il problema delle persone giuridiche in diritto romano*, Torino, 1968.

⁽³⁾ In questo senso, si veda C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., p. 11 (nt. 21), il quale correttamente afferma che «è fuori dalla realtà pensare che tutti i protagonisti dei molteplici rapporti contrattuali mediante i quali [l’attività sociale] si pongano in diretta relazione con ciascuno degli altri», rendendosi quindi imprescindibile l’individuazione di un centro di imputazione dei rapporti. Sul tema, anche J. ARMOUR, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *What is Corporate Law?*, cit., p. 6; H. HANSMANN, *Firm Ownership and Organizational Form*, in *The Handbook of Organizational Economics*, a cura di R. Gibbons and J. Roberts, Princeton University Press, 2012, pp. 891 ss. e, ivi, p. 892, che evidenziano come la società debba essere intesa come un *nexus for contracts*, non come diffusamente è stato fatto nella letteratura statunitense quale un *nexus of contracts* (secondo l’elaborazione di A. ALCHIAN, H. DEMSETZ, *Production, information costs, and economic organization*, in *The American economic review*, 1972, pp. 777 ss., ripresa poi da M. JENSEN, W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, p. 305 e affermatasi come prevalente grazie all’elaborazione di F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., p. 12). Per una critica alla teoria del *nexus of contracts* nella parte in cui nega la rilevanza della personalità giuridica al fine di descrivere il fenomeno societario si veda S. WORTHINGTON, *Shares and Shareholders: Property, Power and Entitlement: Part 1*, in *The Company Lawyer*, 22, 2001, pp. 258 e, ivi, 264 e, più in generale in senso critico rispetto a tale teoria, J. ARMOUR, M.J. WHINCOP, *The Proprietary Foundations of Corporate Law*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, 27, 2007, pp. 429 ss.

le sorti dell'impresa collettiva indifferenti all'identità dei soci, agevolando la raccolta dei capitali (4).

La seconda caratteristica si fonda sull'esigenza di individuare un centro decisionale. Non è, infatti, possibile pensare che tutte le decisioni concernenti l'esercizio dell'impresa siano compiutamente predeterminate in via contrattuale dai partecipanti al momento della costituzione della società (5). La scelta, poi, di attribuire

(4) La libera trasferibilità della partecipazione, offrendo una prospettiva di *exit* ai soci, rimuove uno dei possibili disincentivi all'iniziale investimento e, una volta che l'investimento sia effettuato, permette di adeguare nel tempo lo stesso al livello di diversificazione ritenuto ottimale, cfr. M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010, p. 20; J. ARMOUR, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *What is Corporate Law?*, cit., pp. 11 ss. In questa prospettiva, è fondamentale la creazione di un patrimonio autonomo da quello dei soci. In difetto di tale autonomia, inoltre, sarebbe infatti particolarmente oneroso, e spesso addirittura impossibile, per un potenziale acquirente determinare il valore della partecipazione, cfr. P. HALPERN, M. TREBILCOCK, S. TURNBULL, *An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law*, in *University of Toronto Law Journal*, 30, 117, 1980, p. 136; F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991, p. 42.

La possibilità di una rapida dismissione del proprio «investimento senza che perciò venga alterata la consistenza del patrimonio sociale» era già riconosciuta dalla *Relazione al codice civile* (n. 941) e, ancor prima, ha costituito, insieme alla responsabilità limitata (che, come detto, ne costituisce opportuno presupposto), una delle ragioni principali – dal punto di vista storico – della successo e della diffusione del modello societario (G. ROSSI, *Dalla Compagnia delle Indie al Sarbanes-Oxley Act*, in *Riv. soc.*, 2006, I, pp. 890 ss.). Sul tema, si veda anche G. AULETTA, *L'ordinamento delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, p. 2; C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., p. 7.

(5) La constatazione dell'inevitabile incompletezza dei regolamenti contrattuali destinati a disciplinare relazioni che si svolgono in un arco di tempo non ristretto (e tra queste, l'esercizio di un'impresa collettiva) e della conseguente necessità di allocare ad uno o più soggetti i «*residual rights of control*» in merito al rapporto si deve soprattutto a O.D. HART, *Incomplete Contracts and the Theory of the Firm*, in *J. of Law, Economics, & Organizations*, Oxford University Press, 1988, pp. 119 ss. e, ivi, p. 123, al quale tali teorie sono valse il premio Nobel per l'economia nel 2016. Sul tema si veda anche, S. GROSSMAN, O. HART, *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, in *Journal of Political Economy*, 94, 1986, pp. 691 ss.; P. AGHION, P. BOLTON, *An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting*, *Review of Economic Studies*, 59, 1992, pp. 473 ss.; F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., p. 66; H. HANSMANN, *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press, 1996, p. 12; F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *Voting in corporate law*, in *Journal of Law and Economics*, 1983, pp. 395 ss. e, ivi, p. 403; L. ZINGALES, *In Search of New Foundations*, in *The Journal of Finance*, 2000, pp. 1623 ss. e, ivi, p. 1638; M. RICKETTS, *The Economics of Business Enterprise*, Cheltenham-Northampton, 2002, p. 114. In Italia, il tema dell'incompletezza del contratto sociale è stato trattato da M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, cit., p. 70.

A ciò occorre aggiungere che, anche laddove astrattamente possibile, la predisposizione di un regolamento contrattuale con ambizioni di completezza comporta il rischio di opportunismi contrattuali (cfr. O. WILLIAMSON, *Markets and Hierarchies: Some Elementary Considerations*, in *The American Economic Review*, 63, 2, 1973, pp. 316 ss. e, ivi, p. 317) altissimi costi di transazione (O. WILLIAMSON, *Transaction-cost economics: the governance of contractual relations*, in *Journal of law and economics*, 1979, pp. 233 ss.; M. KLAES, *Transaction costs, history of*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, a cura di S.N. Durlauf e L.E. Blume, Londra e New York, 2008) e di esecuzione (talvolta identificati come

tale potere di controllo a coloro che apportano fattori produttivi all'impresa collettiva⁽⁶⁾ e, tra questi, agli investitori titolari di una pretesa residuale (ossia, ai soci⁷⁾ poggia le proprie basi su una valutazione normativa fondata sul contenimento dei costi dell'organizzazione imprenditoriale⁽⁸⁾, oltre che sulla volontà di porre incentivi

costi di transazione *ex post*), che consistono nel costo necessario per acquisire le informazioni necessarie al fine di provocare l'adempimento forzato della previsione contrattuale non spontaneamente adempiuta (cfr. J. ARMOUR, M.J. WHINCOP, *The Proprietary Foundations of Corporate Law*, cit., p. 435; K. SPIER, *Incomplete Contracts and Signalling*, in *The RAND Journal of Economics*, 23, 3, 1992, pp. 432 ss. e, ivi, p. 439). Più in generale, sul concetto di "costo di transazione" si veda, per una prima elaborazione, R. COASE, *The Nature of the Firm*, in *Economica, New Series*, 4, 16, 1937, pp. 386 ss., che tuttavia utilizza espressamente tale termine solo nel successivo R. COASE, *The Problem of Social Cost*, in *Journal of Law & Economics*, 3, 1, 1960, pp. 1 ss. Il tema dei costi di transazione è stato ampiamente affrontato dalla dottrina giuseconomica straniera. Si veda, senza pretesa di esaustività, O. WILLIAMSON, *Transaction-cost economics: the governance of contractual relations*, in *Journal of law and economics*, 1979, pp. 233 ss.; M. KLAES, *Transaction costs, history of*, cit.

(6) Più precisamente, sebbene sia possibile ipotizzare l'attribuzione del controllo a soggetti che non abbiano apportato alcunché alla società (si pensi, ad esempio, a quanto accade nelle fondazioni), la scelta normativa di attribuire il controllo a coloro che apportano fattori produttivi consente di ridurre i costi connessi ai c.d. *market failures* (ad esempio, asimmetrie informative, problemi di *lock-in* e opportunismo contrattuale). Coinvolgendo coloro che apportano fattori produttivi nell'organizzazione dell'impresa si rende, infatti, possibile "sospendere il mercato". Tale fenomeno – definito "integrazione verticale" – è stato posto in evidenza, per primi da S. GROSSMAN, O. HART, *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, 94 *Journal of Political Economy*, 1986, pp. 691 ss. e ripreso ampiamente dalla successiva dottrina, cfr. L. ZINGALES, *In Search of New Foundations*, cit., p. 1630; H. DEMSETZ, *The Theory of the Firm Revisited*, in *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1988, pp. 141 ss. e, ivi, p. 145. Il rilievo della struttura organizzativa societaria come alternativa all'approvvigionamento dei fattori produttivi sul mercato mediante la negoziazione di contratti compare anche in M. LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale.*, in *RDS*, 2008, pp. 198 ss. e, ivi, p. 212.

(7) La centralità, in materia di conferimenti, del bene-denaro (che costituisce misura fondamentale anche dei conferimenti in natura) consente di utilizzare – quantomeno per le società di capitali – la locuzione "investitori residuali" quale sostanziale sinonimo di "soci". In questi termini G. FERRI JR, *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, pp. 25 ss. Alcuni indizi in merito alla qualificazione del conferimento quale atto di investimento sono rintracciabili anche in P. SPADA, *La tipicità delle società*, Padova, 1974, p. 131 (nt. 60).

(8) La limitazione del controllo a coloro che hanno apportato uno specifico fattore produttivo che, nel caso delle società per azioni, è il capitale si spiega con i rilevanti problemi di azione collettiva che conseguirebbero ad un'allocazione in favore, indistintamente, di tutti coloro che apportano risorse all'impresa collettiva (finanziatori, lavoratori, fornitori, ecc.). Infatti, la sostanziale omogeneità degli interessi perseguiti da una categoria di soggetti che apportano risorse e, in misura ancora più marcata, dagli investitori (tendenzialmente interessati solo alla massimizzazione del valore del loro investimento, cfr. G. FERRI JR, *Investimento e conferimento*, cit., p. 37) riduce il rischio che si formino opinioni divergenti tra i soggetti cui è co-attribuito il potere di controllo e, dunque, assicura il contenimento dei costi connessi con i problemi di azione collettiva. Sul tema, si veda H. HANSMANN, *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press, 1996, p. 62, il quale evidenzia che *«it is important to recognize that the very high homogeneity of interest among the owners of a business corporation is neither a necessity*

ottimali all'adozione di scelte volte alla massimizzazione del valore dell'impresa collettiva. È ormai un dato acquisito, infatti, che la “residualità” delle pretese dei soci comporti l'esposizione degli stessi ad incentivi individuali corrispondenti all'interesse generale dell'ordinamento alla creazione di nuova ricchezza ⁽⁹⁾. Poiché i soci sono

nor an accident, but instead the product of design». Sul tema, si veda anche J. ARMOUR, M.J. WHINCOP, *The Proprietary Foundations of Corporate Law*, cit., p. 439; F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., p. 66. Si noti, ad ogni modo, che non mancano eccezioni al criterio di efficiente allocazione del controllo che vuole che tale potere sia affidato a una categoria omogenea di soggetti che apportano risorse all'impresa collettiva (ossia, agli investitori nelle società di capitali; ai lavoratori o fornitori nelle società cooperative). Tra queste, la più rilevante è rappresentata dal modello tedesco della codeterminazione (*mitbestimmung*), che vede la partecipazione dei rappresentanti dei lavoratori all'interno degli organi deputati all'adozione di decisioni strategiche di “alta amministrazione” (consigli di sorveglianza). In merito all'efficienza di tale modello, gli studi empirici hanno riportato risultati ambivalenti e, pertanto, non decisivi, cfr. M. OSTERLOH, S.B. FREY, H. ZEITOUN, *Voluntary Co-determination produces sustainable competitive advantage*, in *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance: The Contribution of Economic Theory and Related Disciplines*, a cura di Aa.Vv., International Economic Association, 2011, pp. 332 ss.

Nell'ambito delle diverse categorie di soggetti che apportano fattori produttivi all'impresa collettiva, gli investitori si caratterizzano per la possibilità di sostenere, con un costo inferiore, il rischio di impresa. La fungibilità del denaro (qualità che difetta rispetto, ad esempio, alle prestazioni lavorative o ad una fornitura di materie prime) permette che gli investitori diversifichino il loro investimento in diverse iniziative imprenditoriali, ciascuna indipendente dall'altra quanto al connesso rischio, permette di ridurre l'incidenza relativa dell'eventuale insuccesso di una specifica impresa. Cfr. P. HALPERN, M. TREBILCOCK, S. TURNBULL, *An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law*, cit., p. 142; F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *Limited liability and the corporation*, in *The University of Chicago Law Review*, 1985, pp. 89 ss. e, ivi, p. 96. La fungibilità del denaro è stata, inoltre, ritenuta alla base dell'attribuzione del potere di controllo agli investitori (e, in specie, agli investitori più esposti al rischio di impresa) sotto un altro profilo: l'asimmetria informativa inevitabilmente esistente tra investitori e titolari del potere di controllo, qualora questi due soggetti non coincidessero, renderebbe in molti casi agevole per i titolari del potere di controllo distrarre in proprio favore parte delle somme investite nella società. Tale rischio di opportunismo contrattuale, invero, è solo ridotto dall'attribuzione del controllo ai soci, essendo ben possibile che una simile distrazione avvenga da parte dei soci di maggioranza a scapito di quelli di minoranza (c.d. benefici privati del controllo societario), su cui si veda per tutti T. NENOVA, *The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis*, in *Journal of Financial Economics*, 68, 3, 2003, pp. 325 ss.; A. DYCK, L. ZINGALES, *Private benefits of control: An international comparison*, in *The Journal of Finance*, 59, 2, 2004, pp. 537 ss.; S. DJANKOV, R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, *The law and economics of self-dealing*, in *Journal of financial economics*, 88, 3, 2008, pp. 430 ss.; H. HANSMANN, *The Ownership of Enterprise*, cit., pp. 54 ss.; C.W. SMITH JR., J.B. WARNER, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, in *Yale Law Journal*, 100, 1979, pp. 117 ss.

⁽⁹⁾ La teoria dei *residual claimant* può dirsi, ormai, ampiamente accettata anche nella letteratura italiana. Si veda sul tema, L. STANGHELLINI, *Directors' duties and the optimal timing of insolvency. A reassessment of the “recapitalize or liquidate rule”*, in *Il diritto delle società oggi*, dir. da Benazzo, Cera, Patriarca, Milano, 2011, p. 734; ID., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, p. 37; B. LIBONATI, *Prospettive di riforma sulla crisi di impresa*, in *Giur. comm.*, 2001, I, pp. 327 ss. e, ivi, p. 332; M.S. SPOLIDORO, *Il capitale sociale*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, a cura di P. Abbadessa e A. Rojo, Milano, 1993, p. 63; G. GUIZZI, *Responsabilità degli amministratori e insolvenza: spunti per una*

direttamente toccati dagli effetti della gestione dell'impresa ⁽¹⁰⁾, essi si trovano in una situazione ottimale per assumere scelte efficienti: la massimizzazione del loro beneficio individuale massimizza, al contempo, il valore complessivo della società ⁽¹¹⁾. Tuttavia, non potendo tale esercizio del potere di controllo essere esercitato direttamente dai soci, in ragione dei maggiori costi di informazione che ne discenderebbe, questo è affidato agli amministratori che assumono la posizione di fiduciari dei soci e gestiscono l'impresa collettiva nel loro interesse ⁽¹²⁾.

comparazione tra esperienza giuridica italiana e spagnola, in *Riv. dir. impr.*, 2010, pp. 227 ss. e, ivi, p. 232; C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, Milano, 2012, p. 22; G.M. BUTA, *Tutela dei creditori e responsabilità gestoria all'approssimarsi dell'insolvenza: prime riflessioni*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, dir. da Campobasso, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, Milano 2014, pp. 2541 ss. A. ZOPPINI, *Emergenza della crisi e interesse sociale (spunti dalla teoria dell'emerging insolvency)*, in *Diritto societario e crisi di impresa*, a cura di U. Tombari, Torino, 2014, p. 57 e, ben sessanta anni fa, già T. ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Banca, borsa e tit. credito*, 1952, I, p. 385 ss.

⁽¹⁰⁾ Più precisamente, i soci, da un lato, non possono ricevere alcunché fintanto la società non abbia soddisfatto (o disponga di risorse sufficienti per soddisfare), tutti i creditori, salvi gli eventuali utili riscossi in buona fede in base ad un bilancio regolarmente approvato (art. 2433, comma 4, c.c.); dall'altro, i soci hanno il diritto di fare proprio tutto ciò che avanza dalla soddisfazione dei creditori, anche se superiore a quanto originariamente conferito. Sul tema, si veda anche D. PREITE, *La destinazione dei risultati nei contratti associativi*, Milano, 1988, p. 45, il quale, sotto il profilo della sopportazione del rischio di impresa, afferma condivisibilmente che i «soci di cooperative e di società lucrative sono in situazioni identiche, contrapposte a quella dei fornitori, acquirenti o creditori (inclusi gli obbligazionisti) non soci. Entrambi i tipi di soci ottengono remunerazioni potenzialmente superiori a quelle derivanti da rapporti di scambio, perché sopportano un rischio superiore».

⁽¹¹⁾ Nei termini essenziali appena esposti, la teoria dei *residual claimants* ricorre in tutte le principali teorie che provano a ricostruire il fondamento del potere degli azionisti: per la teoria dei *property rights*, si veda O. HART, *Firms, Contracts and Financial Structure*, Oxford, 1996, pp. 63 ss.; per la teoria del *nexus-of-contracts*, si veda F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991, pp. 67 ss.; per le teorie istituzionalistiche, si veda E.G. FURUBOTH, R. RICHTER, *The New Institutional Economics: An Assessment*, in *The New Institutional Economics*, a cura di E.G. Furuboth e R. Richter, Tübingen, 1991, pp. 1 ss.; F. DENOZZA, *Responsabilità dei soci e rischio di impresa nelle società personali*, Milano, 1973..

⁽¹²⁾ Tale delega riduce i costi connessi con i problemi di azione collettiva e di apatia razionale che discenderebbero da un esercizio diretto del controllo da parte di numerosi soci (cfr. F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., p. 66). Inoltre, l'applicazione del principio di maggioranza determina, in misura crescente rispetto all'aumentare dei soggetti contitolari del potere di voto, la prevalenza, nell'ambito dello spettro delle preferenze presenti tra i votanti, della soluzione "mediana" invece di quella media, che sarebbe preferibile (cfr. H. HANSMANN, *The Ownership of Enterprise*, cit., p. 40). Occorre, comunque, considerare che la scelta di delegare il potere di controllo a degli amministratori non è priva di un suo costo (di regola, comunque, inferiore) derivante dal "problema di agenzia" esistente tra deleganti e delegati (ossia, del rischio che i delegati perseguano interessi propri, in luogo degli interessi dei rappresentati deleganti). Sul tema, in luogo di molti, si segnala M.C. JENSEN, W.H. MECKLING, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure*, cit., pp. 305 ss.

Le considerazioni di carattere economico che sottendono l'individuazione del centro decisionale nella società di capitali sono tradizionalmente racchiuse sinteticamente nel nostro ordinamento all'interno del principio di correlazione tra potere di controllo e rischio di impresa ⁽¹³⁾. Sebbene la portata attuale di tale principio nel nostro ordinamento sia stata più volte messa in discussione, anche alla luce di alcuni recenti interventi del legislatore ⁽¹⁴⁾, esso pare resistere come regola di *default* derogabile dall'autonomia privata soltanto entro limiti ben definiti ⁽¹⁵⁾. Più

⁽¹³⁾ La coincidenza tra potere e rischio di impresa è stata considerata, a partire dall'adozione del Codice Civile del 1942, essenziale alla natura della società di capitali (così T. ASCARELLI, *Studi in tema di società*, Milano, 1952, p. 52, p. 185, sebbene non siano mancate negli anni alcune voci discordi, cfr. G. OPPO, *Sui principi generali del diritto privato*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, I, pp. 475 ss. e, ivi, p. 486; M. CASELLA, *Legittimità del voto scalare nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1973, p. 426). Per una ricostruzione storica del principio di correlazione tra potere e rischio, anche con riferimento alla situazione precedente al Codice civile del 1942, si rinvia a G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007, pp. 15 ss. e M. MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, cit., pp. 221 ss.

⁽¹⁴⁾ Il principio è parso a taluni essere tramontato con la riforma organica del 2003, per effetto del superamento del principio di proporzionalità tra conferimento e azioni assegnate al socio (art. 2346, comma 4, c.c.), della possibilità di emettere azioni senza voto o a voto limitato senza alcun privilegio patrimoniale nella distribuzione degli utili e del residuo di liquidazione (art. 2351, comma 2), dell'ammessa legittimità delle azioni postergate (art. 2348, comma 2) di cui, prima della riforma, si dubitava proprio sulla base del principio di correlazione tra potere e rischio (cfr. A. GAMBINO, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, cit., pp. 378 ss.; P.G. JAEGER, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, pp. 381 ss.) e dell'introduzione degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6). In tal senso, si veda, in luogo di molti, P. SPADA, *C'era una volta la società...*, in *Riv. not.*, 2004, pp. 1 ss. e, ivi, p. 7; G. ROSSI, A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 1 ss. e, ivi, p. 32; A. POMELLI, *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, pp. 510 ss., e, ivi, p. 524.

Più recentemente, il superamento del principio *one share, one vote* avvenuto nel 2014 (azioni a voto plurimo, art. 2351, comma 4, c.c. e, per le società quotate, art. 127-*sexies* TUF; *loyalty shares* a voto maggiorato, art. 127-*quinquies* TUF) ha rinvigorito il dibattito sul tema della permanente vigenza del principio di correlazione tra potere e rischio. Si veda si veda N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustizia Civile.com*, 29 settembre 2014; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, relazione al XXVIII Convegno di studio su "Unione europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati", Courmayeur, 19-20 settembre 2014, reperibile all'indirizzo cpnds.it/documenti/relazione_prof_lamandini.pdf; A. BUSANI, M. SAGLIOCCA, *Le azioni non si contano, ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Società*, 2014, pp. 1048 ss.

⁽¹⁵⁾ In tal senso, si veda M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, pp. 519 ss. e, ivi, p. 520; ID., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001, pp. 143-144; G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., p. 150; E. BARCELLONA, *La separazione di proprietà e gestione nelle società di capitali: diritti particolari del quotista e «golden shares» di s.p.a.*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, dir. da Campobasso, Di Cataldo,

precisamente, il tipo della società per azioni vede ancora il controllo saldamente nelle mani della categoria degli investitori titolari di una pretesa residuale (posizione che, di regola, spetta ai soci); all'interno di tale categoria, l'allentamento dei vincoli posti dal principio di correlazione tra potere e rischio ha permesso di negoziare una ripartizione del controllo non proporzionale alla quota partecipazione al rischio di impresa (si pensi, ad esempio, al voto plurimo). Ciò, nella prospettiva di consentire che i soci, nell'esercizio della loro autonomia privata, correggano le eventuali interferenze che possono, in taluni casi, alterare il concreto operare degli incentivi secondo il modello astratto descritto sopra (apatia razionale, diversità di orizzonte di investimento, ecc.)⁽¹⁶⁾. Il principio di correlazione tra potere di controllo e rischio di impresa appare,

Guerrera, Sciarone Alibrandi, Milano 2014, pp. 175 ss. e, ivi, p. 227; M. MAROCCHI, *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contratto e impresa*, 2014, pp. 221 ss. e, ivi, p. 247, p. 253.

⁽¹⁶⁾ L'obiettivo sembra quello di permettere ai soci di giungere ad un'allocatione del controllo che massimizzi il benessere complessivo dei soci tramite uno scambio che preveda l'attribuzione del potere di controllo in misura maggiore ai soci che, per le proprie preferenze (ad esempio, in termini di propensione al rischio e/o orizzonte di investimento), valutano maggiormente tale potere, in contropartita del riconoscimento di un vantaggio ai soci non interessati al controllo (ad esempio, minor costo iniziale dell'investimento o un altro beneficio di tipo economico). Al riguardo, esiste evidenza empirica del fatto che gli investitori acquistano ad un prezzo mediamente inferiore le azioni che attribuiscono minori poteri di controllo in società con "dual class shares", indipendentemente dal verificarsi di fenomeni di estrazione di benefici privati del controllo a scapito dei soci di minoranza. Cfr. M. BIGELLI, E. CROCI, *Dividend privileges and the value of voting rights: Evidence from Italy*, in *Journal of Empirical Finance*, 24, 2013, pp. 94 ss.; M. HOLMEN, *Foreign Investors and Dual Class Shares*, Working Paper, 2011. Tuttavia, la capacità degli investitori di riflettere il rilievo di questioni giuridiche, quali i limiti all'esercizio del voto, nel prezzo di acquisto degli strumenti finanziari è, comunque, imperfetta in ragione dei fallimenti del mercato (R. BARTLETT III, *Do Institutional Investors Value the 10b-5 Private Right of Actions? Evidence from Investor Trading Behaviour Following Morrison v. National Australia Bank*, disponibile su SSRN, 2012).

L'efficienza, in taluni casi, di un'allocatione non paritaria dei poteri di controllo tra i soci è sostenuta anche da M. BURKART, L. SAMUEL, *One share-one vote: The theory*, in *Review of Finance*, 12, 1, 2008, pp. 1 ss.; L. ENRIQUES, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *The Basic Governance Structure: The Interest of Shareholders as a Class*, in (Aa.Vv.) *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, 2009, p. 60; Z. GOSHEN, A. HAMDANI, *Concentrated Ownership Revisited: The Idiosyncratic Value of Corporate Control*, in *Columbia Law and Economics Working Paper*, 2013, e, in Italia, da A. POMELLI, *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, cit., p. 538; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, cit., p. 8, p. 15; ID., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna. 2001, p. 119, pp. 122 ss.; R.J. GILSON, *Engineering a venture capital market: lessons from the American experience*, in *Stanford Law Review*, 2003, pp. 1067 ss. e, ivi, p. 1082; S.N. KAPLAN, P. STRÖMBERG, *Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts*, in *The Review of Economic Studies*, 2003, 70.2, pp. 281 ss. Sebbene in via generale favorevoli al principio *one share, one vote*, F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, cit., p. 70, riconoscono che gli «shareholders do not always have equal powers [and t]his is beneficial [...] because it alleviates

dunque, nella disponibilità dei soci in direzione “orizzontale” (ossia nei rapporti tra gli stessi soci) (17).

Diversamente, il principio di correlazione tra potere e rischio continua a non essere derogabile in senso “verticale”: la categoria di investitori titolare del controllo sull’impresa collettiva deve coincidere con quella che sopporta, in prima battuta, il rischio di impresa. Indicazioni in questo senso sembrano venire dalla preclusione assoluta, per i titolari di strumenti finanziari, del voto nell’assemblea generale degli azionisti (18), la necessaria corrispondenza tra valore complessivo dei conferimenti e valore del capitale sociale (19) e, in misura ancora più chiara, dagli effetti della crisi sull’allocazione del controllo e del valore nella società.

1.2. *Gli effetti della crisi della società*

Gli stessi incentivi appena esaminati, che giustificano l’attribuzione del controllo sull’impresa ai soci, ne rendono opportuna la sottrazione quando la società diviene incapiente (20). Lo schermo della responsabilità limitata fa sì che i soci, in caso

the collective action problem. It is not troublesome if the gains from corporate action are divided proportionally among all shareholders».

(17) La ripartizione non proporzionale del potere di controllo e del rischio non può superare i limiti posti dall’art. 2351 c.c. e, in ogni caso, non può mai giungere sino ad equiparare la posizione del socio a quella di un creditore dal lato della sopportazione delle perdite o della partecipazione agli utili. In questo senso, il divieto di patto leonino previsto dall’art. 2265 c.c. (e applicabile, per opinione diffusa, anche alle società di capitali, cfr. N. ABRIANI, *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative.*, Milano, 1994, p. 70, nt. 46; Cass. civ., 29 ottobre 1994, n. 8927, in *Giur. comm.*, 1995, II, 478) costituisce un limite alla disponibilità in senso “orizzontale” del principio di correlazione tra potere e rischio. Si veda, in merito alla rilevanza del patto leonino come limite alle deviazioni dal principio di correlazione tra potere e rischio, M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, cit., p. 31; G. COTTINO, *Dal “vecchio” al “nuovo” diritto azionario: con qualche avviso ai naviganti*, in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 5 ss. e, ivi, p. 10; A. GAMBINO, *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, pp. 378 ss.

(18) Per una lettura analoga del limite imposto dall’art. 2346, comma 6, c.c., si veda anche Cfr. M. MAROCCHI, *Sull’attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, cit., p. 273.

(19) La necessaria corrispondenza tra valore complessivo dei conferimenti e valore del capitale sociale prevista dall’art. 2346, comma 5, c.c. – pur in presenza della possibilità di procedere ad un’attribuzione di azioni non proporzionale al capitale sociale sottoscritto da ciascun socio (art. 2346, comma 4) – è fondata sull’obiettivo di evitare che i soci trasferiscano ai creditori parte del rischio di impresa che si sono impegnati ad assumere con la determinazione del capitale sociale (v. *infra* §2.2), invece di limitarsi a ripartire tra di loro tale rischio e il correlativo potere di controllo.

(20) Come correttamente rilevato da L. STANGHELLINI, *Directors’ duties and the optimal timing of insolvency. A reassessment of the “recapitalize or liquidate rule”*, cit., p. 748, nell’individuare il momento in cui la massimizzazione dell’interesse dei soci smette di rappresentare una regola di gestione societaria

di dissesto, si trovino a beneficiare dell'eventuale successo delle proprie scelte imprenditoriali, senza però sopportarne i costi di un insuccesso ⁽²¹⁾. Questo in quanto gli eventuali costi finiscono per gravare sui creditori, che non potranno trovare all'interno del patrimonio sociale risorse sufficienti per soddisfare integralmente la loro pretesa. Conseguentemente, viene meno l'allineamento di cui si è detto tra interesse individuale e interesse generale dell'ordinamento: i soci sono incentivati, in ragione della loro posizione, ad assumere rischi eccessivi ⁽²²⁾ e, da un punto di vista

efficiente, corrispondente al momento in cui il patrimonio netto diviene insufficiente, non ci si può limitare ad una visione statica della società, ma è necessario porsi in una prospettiva dinamica che valuti altresì se la "traiettoria" intrapresa dalla società conduce alla definitiva perdita del patrimonio netto.

⁽²¹⁾ In questa prospettiva, la situazione in cui si vengono a trovare i soci non è diversa da quella posta dall'ordinamento, attraverso il divieto di patto leonino, come limite invalicabile alla disponibilità "orizzontale" del principio di correlazione tra potere e rischio, anche con riferimento anche ad un solo socio (v. *supra* nt. 17).

⁽²²⁾ Si tratta del fenomeno del c.d. *gambling for resurrection*: i soci sono disposti ad assumere rischi eccessivi, non dovendone sopportare i costi, quando ciò offre loro una pur minima prospettiva di guadagno. Tale tendenza è ampiamente riconosciuta in dottrina (cfr. L.M. LOPUCKI, *A General Theory of the Dynamics of the State Remedies/Bankruptcy System*, in *Wis. L. Rev.*, 1982, pp. 311 ss. e, ivi, pp. 321-322; L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., pp. 24 e 41 ss.; L. LIN, *Shift of Fiduciary Duty Upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors*, in *Vand. L. Rev.*, 46, 1993, pp. 1485 ss. e, ivi, p. 1489; S.C. GILSON, M.R. VETSUYPENS, *Creditor Control in Financially Distressed Firms: Empirical Evidence*, in *Washington University Law Quarterly*, 72, 1994, pp. 1005 ss. e, ivi, p. 1006; A. KEAY, *The Shifting of Directors' Duties in the Vicinity of Insolvency*, in *INSOL International Insolvency Review*, 2015, pp. 140 ss. e, ivi, p. 144; C.W. ADAMS, *An Economic Justification for Corporate Reorganizations*, in *Hofstra L. Rev.*, 20, 1991-1992, pp. 117 ss., e ivi, p. 125; L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., pp. 24 e 41 ss.) e risulta dimostrata empiricamente (R. DANIELS, *Must boards go overboard? an economic analysis of the effects of burgeoning statutory liability on the role of directors in corporate governance*, in *Current Developments in International and Comparative Corporate Insolvency Law*, a cura di J. Ziegel, Oxford, 1994, pp. 549 ss.).

Una vicenda che ha interessato la società di spedizioni FedEx può meglio esprimere il fenomeno del c.d. *gambling for resurrection*. FedEx nacque nel 1973, prendendo spunto da un progetto universitario che il fondatore (Fred Smith) aveva sviluppato quando era uno studente di Yale. Nei primi anni, FedEx attraversò numerosi momenti di difficoltà finanziaria e, in una di queste occasioni, Fred Smith si trovò a dover pagare una fornitura di carburante per \$24.000, disponendo solo di \$5.000. Quando gli fu rifiutato un finanziamento bancario, decise di volare a Las Vegas e giocare a *blackjack* tutta la residua cassa della società. Vinse \$27.000, sufficienti per pagare la fornitura e coprire i costi operativi per un'altra settimana. È evidente, tuttavia, che – se la sorte non fosse stata così benevola – a pagarne le spese sarebbero stati i creditori di FedEx, che non avrebbero trovato nemmeno \$5.000 nel patrimonio della società. In quel momento, Fred Smith aveva solo da guadagnare da un "investimento" ad altissimo rischio, ma potenzialmente molto redditizio (salve le eventuali conseguenze penali della sua condotta). Ciò, anche se – come in questo caso – il valore attuale dell'investimento era negativo (d'altronde, si sa che "alla lunga, il banco vince sempre") e, dunque, non si trattava di una scelta efficiente nella prospettiva di massimizzazione del valore dell'impresa. La vicenda è riportata da R. FROCK, *Changing How the World Does Business: Fedex's Incredible Journey to Success - The Inside Story*, San Francisco, 2006, p. 101.

economico, sono i creditori privi del potere di controllo a rivestire posizione “residuale”, producendosi nei loro confronti gli effetti della gestione dell’impresa in termini di accrescimento o riduzione della soddisfazione della loro pretesa.

La necessaria sottrazione del potere di controllo ai soci avviene, tradizionalmente, mediante la liquidazione del patrimonio e la distribuzione del ricavato ai creditori, con diritto dei soci al solo eventuale residuo (che, in questi casi, molto spesso manca). I soci, tuttavia, possono impedire tale sottrazione ripristinando la loro pozione residuale. Questi meccanismi posti in funzione della ricomposizione delle deviazioni “verticali” tra potere e rischio trovano collocazione, nell’ordinamento italiano, nella regola “ricapitalizza, trasforma o liquida” (per la società per azioni, dall’art. 2447 c.c.) e nella disciplina delle procedure concorsuali (su cui, più ampiamente, *infra* §2.3) ⁽²³⁾. L’attivazione di tali meccanismi rappresenta l’esito finale di un processo che si compone di vari passaggi e che verrà descritto nei prossimi paragrafi: dapprima, la traslazione del rischio di impresa sui creditori si riflette – in via progressiva parallelamente all’incedere della crisi – sull’incremento del pericolo per gli amministratori di incorrere in responsabilità risarcitorie in conseguenza dell’attenuazione della protezione derivante dalla *business judgment rule* (v. *infra* §2.1); successivamente, al verificarsi di una situazione di squilibrio patrimoniale e/o finanziario giudicata dall’ordinamento come rilevante, gli amministratori vedono mutare il parametro cui sono tenuti ad orientare la gestione dalla massimizzazione del valore del patrimonio alla conservazione del valore del patrimonio sociale e sono tenuti ad attivare i meccanismi posti a presidio della corrispondenza tra potere e rischio (v. *infra* §2.2); solo da ultimo, questa corrispondenza è ricostituita tramite la ricostituzione dell’investimento perduto da parte dei soci, attraverso il ricorso a strumenti di risanamento che impongono un sacrificio ai creditori oppure con la liquidazione del patrimonio (v. *infra* §2.3).

⁽²³⁾ Il rilievo è condiviso da G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria della società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, pp. 605 ss. e, *ivi*, pp. 609 ss. Sul tema, si veda anche in senso analogo A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive*, Milano, 2007, pp. 515 ss. e, *ivi*, p. 517.

2. Il riallineamento tra potere e rischio nella società di capitali in crisi

2.1. L'immediata ricaduta sugli amministratori del disallineamento "verticale" tra potere e rischio

I soci di una società di capitali – ai quali è attribuito, per i motivi di cui si è detto (v. *supra* §1.1), il potere di controllo sull'impresa associata – non gestiscono la società in via diretta, ma provvedono a tal fine alla nomina di amministratori ⁽²⁴⁾. Tale soluzione si è affermata come prevalente in pressoché tutti gli ordinamenti, poiché nella società di capitali "tipo" – caratterizzata da un numero notevole di soci e da dimensioni significative – una gestione diretta da parte dei soci comporterebbe costi ingenti (si pensi alla moltiplicazione dei costi di informazione connessi con il coinvolgimento di ciascuno dei soci in tutte le decisioni concernenti l'esercizio in forma associata dell'impresa, *supra* §1.1) ⁽²⁵⁾. Tuttavia, sebbene i soci esauriscano (di regola²⁶) il loro potere di controllo con la nomina dell'organo amministrativo, essi possono, in ogni momento, riappropriarsene revocando gli amministratori in carica e nominandone di nuovi ⁽²⁷⁾. In sostanza, la circostanza che gli amministratori siano espressione dei soci e siano sempre suscettibili di essere revocati fa sì che gli stessi

⁽²⁴⁾ Chiaramente, nulla impedisce che gli amministratori siano essi stessi anche soci della società. Se per la società a responsabilità limitata ciò risulta chiaramente dal testo dell'art. 2475 c.c., per la società per azioni ciò si desume dall'art. 2373 c.c. che, nel disporre che «*gli amministratori non possono votare nelle deliberazioni riguardanti la loro responsabilità*», presuppone la compatibilità tra la qualifica di socio e di amministratore.

⁽²⁵⁾ La regola di *default* dell'attribuzione di poteri diretti di amministrazione a tutti i soci nelle società di persone (art. 2257 c.c., per la società semplice, cui rinviano – per la società in nome collettivo l'art. 2293, e per i soci accomandatari nella società in accomandita semplice, gli artt. 2315 e 2318 c.c.), si giustifica in considerazione del prototipo ideale che il legislatore ha in mente quale oggetto della disciplina delle società di persone: la piccola impresa esercitata da un numero ridotto di soci, illimitatamente responsabili e legati tra loro da rapporti personali. Cfr. F. FERRARA JR., F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2011, p. 281.

⁽²⁶⁾ Resta, soprattutto nella società a responsabilità limitata, uno spazio per l'eventuale esercizio diretto di poteri di controllo da parte dei soci, qualora essi decidano di discostarsi dalle norme ordinarie che, come detto, prevedono che l'amministrazione dell'impresa societaria avvenga in via indiretta (si pensi, ad esempio, ai particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società che i soci possono riservarsi, anche individualmente, nell'atto costitutivo ai sensi dell'art. 2468, comma 3, e alla possibilità per i soci che rappresentino almeno un terzo del capitale di attrarre alla propria competenza diretta decisioni su materie che ordinariamente rientrano tra le competenze degli amministratori, come previsto dall'art. 2479).

⁽²⁷⁾ Sul punto, si veda J. ARMOUR, H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in (Aa.Vv.) *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, 2009, p. 42.

siano sottoposti ad un potere di “disciplina” che i soci possono esercitare per orientarne l’attività gestoria verso la realizzazione dei loro interessi.

Per questo motivo, quando la società si trova, o è prossima a trovarsi, in una situazione di crisi (c.d. “fase crepuscolare” o *twilight zone*), è necessario che l’esigenza dell’ordinamento di impedire una gestione sociale distruttiva di ricchezza trovi risposta, in prima battuta, nei doveri degli amministratori. Gli amministratori, infatti, se fossero tenuti a continuare a perseguire l’interesse dei soci dovrebbero, in molti casi, assumere decisioni aventi un costo attuale negativo per la società, ma positivo per i soci ⁽²⁸⁾. In questi casi, è necessario quindi che l’interesse dei creditori (quantomeno di quelli aventi posizione economica residuale) acquisti spessore quale criterio orientativo della gestione dell’impresa da parte degli amministratori.

Secondo l’orientamento più diffuso ⁽²⁹⁾, l’emersione dell’interesse dei creditori quale parametro della gestione societaria avviene tramite uno *shifting* (ossia, uno “slittamento”) verso i creditori degli obblighi fiduciari cui gli amministratori sono ordinariamente obbligati nei confronti dei soci quando la società si trovi in condizioni di equilibrio finanziario-patrimoniale ⁽³⁰⁾. In altre parole, secondo tale ricostruzione, in occasione dell’approssimarsi della situazione di incapienza patrimoniale, gli amministratori diverrebbero tenuti ad amministrare l’impresa nell’interesse (o anche

⁽²⁸⁾ Si ricordi quanto detto *supra* in merito ai fenomeni di *gambling for resurrection*. Con riferimento all’incentivo per gli amministratori all’eccessiva assunzione di rischi, si veda anche A. MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell’impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in (Aa.Vv.) *Amministrazione e controllo nel diritto dell’impresa*, Torino, 2010, pp. 813 ss. e, ivi, p. 817; L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., pp. 24 e 41 ss.; A. ZOPPINI, *Emersione della crisi e interesse sociale (spunti dalla teoria dell’emerging insolvency)*, cit., p. 54; N. ABRIANI, *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, in *Giust. civ.*, 2016, pp. 365 ss. e, ivi, p. 376. Per una dimostrazione empirica dell’esistenza di un incentivo all’eccessiva assunzione di rischi, cfr. K.H. DAIGLE, M.T. MALONEY, *Residual Claims in Bankruptcy: An Agency Theory Explanation*, in *Journal of Law & Economics*, 37, 1994, pp. 157 ss. e, ivi, pp. 182 ss.

⁽²⁹⁾ Si veda, in tal senso, L. STANGHELLINI, *Directors’ duties and the optimal timing of insolvency. A reassessment of the “recapitalize or liquidate rule”*, cit., pp. 734 ss., ID., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., p. 45; S. SERAFINI, *I doveri degli amministratori di società di capitali in presenza di una crisi economica*, in *L’attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, a cura di Sarcina e García Cruces, Bari, 2010, pp. 314 ss.; G. CABRAS, *La responsabilità per l’amministrazione delle società di capitali*, Torino, 2002, p. 35. Nello stesso senso, nella dottrina internazionale, si veda per tutti A.R. KEAY, *Company Directors’ Responsibilities to Creditors*, Oxon-New York, 2007, pp. 77, 151 e ss.

⁽³⁰⁾ La dottrina italiana sembra aver preferito, per descrivere il fenomeno dello *shifting* degli obblighi fiduciari, utilizzare il termine *capovolgimento* (cfr. R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell’impresa societaria*, in *Giur. comm.* 2014, I, pp. 304 ss. e, ivi, p. 320). Tale termine, tuttavia, allude ad una contrapposizione ontologica tra azionisti e creditori che, come si avrà modo di argomentare meglio più avanti (v. *infra* Cap. IV, §7.2), non convince.

nell'interesse, a seconda delle diverse ricostruzioni) dei creditori. Lo *shifting* figurato dall'orientamento appena esposto trova il suo presupposto in una ricostruzione dei doveri degli amministratori come obblighi che, dal lato attivo del rapporto, corrono direttamente verso i soci e, in presenza dei citati presupposti, passano ai creditori.

A tale ricostruzione dei doveri degli amministratori sembra, tuttavia, doversi preferire una diversa tesi, che vede gli amministratori obbligati verso la società e tenuti, nell'adempimento di tali obblighi, a realizzare un interesse sociale alla massimizzazione del valore del patrimonio sociale che coincide di regola con l'interesse dei soci (in virtù di quanto detto sopra). Nel perseguire l'obiettivo della massimizzazione del valore del patrimonio sociale cui gli amministratori sarebbero tenuti, essi si troverebbero *di fatto* a realizzare l'interesse dei soci o, quando la società entra in una fase crepuscolare, a realizzare l'interesse dei creditori: la realizzazione degli interessi dei soci o dei creditori, a seconda dei casi, non sarebbe un obiettivo per l'operato degli amministratori e, dunque, non potrebbe in nessun caso essere anteposto alla valorizzazione del patrimonio sociale ⁽³¹⁾.

La preferenza espressa verso la seconda ricostruzione può fondarsi solo in parte sul dato normativo, che offre al riguardo indicazioni contrastanti. Da un lato, infatti, l'art. 2486 c.c. – nel prevedere un mutamento dello *standard* di gestione cui sono tenuti gli amministratori in presenza di una causa di scioglimento – sembra sottendere l'esistenza di un momento in cui si verifica uno “slittamento” degli obblighi fiduciari.

⁽³¹⁾ La ricostruzione dei doveri degli amministratori come rivolti verso la società corrisponde all'orientamento generalmente accettato negli ordinamenti anglosassoni:

- negli Stati Uniti, si veda la Supreme Court del Delaware nella sentenza *North American Catholic Educational Programming Foundation v. Gheewalla*, 2007, WL 1453705 («*It is well settled that directors owe fiduciary duties to the corporation. When a corporation is solvent, those duties may be enforced by its shareholders, who have standing to bring derivative actions on behalf of the corporation because they are the ultimate beneficiaries of the corporation's growth and increased value. When a corporation is insolvent, however, its creditors take the place of the shareholders as the residual beneficiaries of any increase in value*») e, più di recente, *Quadrant structured products company, Ltd., v. Vincent Vertin (and others)*, 2014, in 102 *A.3d* 155, *Del. Ch. Lexis* 193;

- relativamente al Regno Unito, si veda la sentenza *Multinational Gas & Petrochemical Co v Multinational Gas & Petrochemical Services Ltd.*, 1983, Ch. 258 CA («*The directors indeed stand in a fiduciary relationship to the company, as they are appointed to manage the affairs of the company and they owe fiduciary duties to the company though not to the creditors, present or future, or to individual shareholders*»);

- per il Canada, si veda *Peoples Department Stores Inc. (Trustee of) v. Wise*, 2004, 3 S.C.R. 461 («*The fiduciary duty does not change when a corporation is in the nebulous “vicinity of insolvency”. At all times, they owe their fiduciary obligations to the corporation, and the corporations' interests are not to be confused with the interests of the creditors or those of any other stakeholder*»).

Dall'altro lato, il sistema della responsabilità degli amministratori delle società per azioni, prototipo delle società di capitali, sembra presupporre che gli amministratori siano tenuti verso la società, non direttamente verso i soci o i creditori. Infatti, la tutela dei soci in caso di violazioni da parte degli amministratori dei loro doveri avviene tramite un'azione indiretta (artt. 2393, 2393-*bis* c.c.), che non offre ad essi un'immediata tutela ma ne protegge gli interessi in via "riflessa", se e in quanto vi sia un pregiudizio per la società⁽³²⁾. La stessa cosa dovrebbe potersi dire per l'azione di responsabilità dei creditori sociali (art. 2394 c.c.), sebbene in tempi recenti abbia preso campo – per motivi che sembrano, per lo più, ispirati ad un *favor creditoris* – la tesi secondo cui si tratterebbe di un'azione diretta e autonoma, non qualificabile come azione della società esercitata in via surrogatoria⁽³³⁻³⁴⁾. In aggiunta, la ricostruzione dei doveri degli amministratori come rivolti verso i soci (o i creditori) può risultare in contrasto con il principio di corretta gestione societaria e imprenditoriale (enunciato dall'art. 2497 c.c. nell'ambito della disciplina della direzione e coordinamento, ma avente portata generale³⁵); il perseguimento dell'interesse degli azionisti potrebbe

(32) Si veda, in questo senso, C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., pp. 420 ss.

(33) Senza pretesa di esaustività, sul tema della natura dell'azione risarcitoria prevista dall'art. 2394 c.c., in favore della tesi della natura indiretta si veda in dottrina G. COTTINO, *Diritto societario*, Padova, 2011, p. 430; M. FABIANI, *Fondamento e azione per la responsabilità degli amministratori di s.p.a. verso i creditori sociali nella crisi dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 272 ss. e, ivi, p. 282 ss.; A. SILVESTRINI, *Sub art. 2394*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli, V. Santoro, t. 1, Torino, 2003, p. 497 (nt. 16); G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, pp. 329 ss.; G. FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, a cura di C. Angelici e G.B. Ferri, Torino, 2006, pp. 362 ss. In giurisprudenza, si veda Cass. 28 febbraio 1998, n. 2251, in *Foro it.*, 1998, I, 3246. *Contra*, in favore della tesi della natura diretta, in dottrina, si veda F. FERRARA JR., F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, cit., p. 629; F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, dir. da G.E. Colombo, G.B. Portale, IV, Torino, 1991, pp. 439 ss.; B. LIBONATI, *Creditori sociali e responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, III, Torino, 2007, pp. 623 ss. e, ivi, p. 629; in giurisprudenza, si veda Cass. 12 giugno 2007, n. 13765, in *Giust. civ. mass.*, 2007, 10.

(34) Diversamente, l'azione prevista dall'art. 2395 c.c. – che spetta individualmente al socio, creditore o terzo e ha natura chiaramente diretta – non sanziona evidentemente la violazione dei doveri degli amministratori, rappresentando un'ipotesi tipizzata del divieto di *neminem ledere* previsto dall'art. 2043 c.c. (F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, v. 3, Padova, 2010, p. 285; G. COTTINO, *Diritto societario*, cit., p. 412; Cass. 3 aprile 2007, n. 8359, in *Guida al diritto*, 2007, 22, 44) o, secondo alcuni, una particolare ipotesi di responsabilità contrattuale da contatto sociale (M. FRANZONI, *L'illecito*, in *Trattato della responsabilità civile*, dir. da M. Franzoni, Milano, 2010, p. 1261).

(35) In tal senso, si veda G. SCOGNAMIGLIO, "*Clausole generali*", *principi di diritto e disciplina dei gruppi di società*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, pp. 590 ss.; G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria della società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, pp. 605 ss. e, ivi, p. 625 e A. MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, cit., pp.

richiedere, anche in presenza di un patrimonio netto positivo, l'adozione di scelte avventi per la società valore attuale negativo (in specie, quando parte dei costi possono essere esternalizzati sui creditori); diversamente, lo *standard* di gestione costituito dalla massimizzazione del valore del patrimonio sociale non sembra contrapporsi, in nessun caso, a tale principio ⁽³⁶⁾. Infine, può rilevarsi che una ricostruzione dei doveri come rivolti verso la società – invece che verso i soci e/o i creditori – appare coerente con il fatto che la società, nella sua funzione di centro di imputazione dei rapporti giuridici di impresa (v. *supra* §1.1), si “interpone” tra i soci (o creditori) e gli amministratori. Di talché, non vi è alcun rapporto giuridico diretto tra gli amministratori, da un lato, e i soci e i creditori, dall'altro: la nomina degli amministratori avviene da parte della società (sebbene su designazione dell'assemblea dei soci) e non sarebbe ipotizzabile, ad esempio, che gli amministratori si rivolgessero ai soci per ottenere il pagamento dei propri compensi.

Sebbene il dato normativo astratto su cui ci si è appena soffermati non offra indicazioni univoche in favore della ricostruzione dei doveri degli amministratori come rivolti verso la società, tali indicazioni possono essere ricavate tramite un'interpretazione funzionale che contestualizzi la disciplina dei doveri degli amministratori alla luce delle sue ricadute sull'attività gestoria. Più precisamente, dal punto di vista funzionale, i principali elementi di debolezza della tradizionale teoria degli obblighi fiduciari “diretti” verso soci e, eventualmente, creditori sono rappresentati dalla mancanza di un parametro univoco cui orientare la gestione nella fase crepuscolare e dalla enorme difficoltà nella corretta individuazione del momento dello “slittamento” di tali obblighi dai soci ai creditori.

Con riferimento al primo aspetto, non è difficile scorgere come dietro l'apparente unitarietà del parametro dell'“interesse dei creditori” vi sia, invero, una realtà molto più complessa, composta da una molteplicità di interessi tra loro in

829 ss., il quale rileva significativamente che «una corretta gestione societaria non è di per sé anche una corretta gestione imprenditoriale; più precisamente, una corretta gestione societaria è solo un aspetto [...] del più ampio compito gestorio, che consiste nel prestare diligenza e perizia anche nella cura o trattamento, in prospettiva imprenditoriale, di interessi diversi da quello o quelli riferibile/i alla società (cioè, più realisticamente, ai suoi soci)» (p. 830).

⁽³⁶⁾ Sembrerebbe concordare sul punto N. BACCETTI, *La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 569 ss. e, ivi, p. 621 (nt. 113).

conflitto ⁽³⁷⁾. Al riguardo, infatti, in caso di incapienza patrimoniale, i creditori che – per la gradazione della loro pretesa – riceverebbero una soddisfazione parziale dovrebbero avere interesse al compimento di nuove operazioni aventi valore attuale positivo: essi hanno, infatti, posizione sostanziale residuale (non diversamente dai soci di una società è *in bonis*) e beneficiano direttamente dell’eventuale valore attuale da tali operazioni. Diversamente, i creditori destinati a ricevere comunque soddisfazione integrale, in considerazione del titolo di priorità della loro pretesa, non avrebbero alcun interesse alla creazione di nuovo valore e, dunque, al compimento di nuove operazioni. In sostanza, dicendo che gli amministratori devono realizzare l’interesse dei creditori, si offre ad essi una regola di condotta che, rispetto a molte scelte gestionali, si concretizza in soluzioni non univoche e, tra loro, spesso incompatibili.

Ancora più rilevante è il secondo dei due elementi di debolezza della teoria degli obblighi “fiduciari” diretti cui si è accennato sopra. L’individuazione precisa del momento in cui si verifica il mutamento del parametro gestionale risulta fondamentale: prima che si verifichi tale momento di discontinuità gestionale, gli amministratori dovrebbero gestire nell’ottica di massimizzare il valore delle partecipazioni sociali; dopo tale momento, gli stessi amministratori dovrebbero gestire nell’interesse della categoria dei creditori, assumendo decisioni che massimizzano il valore delle pretese di questi ultimi, anche ove in contrasto con gli interessi dei soci. Tuttavia, l’individuazione del momento dello *shifting* con un grado di precisione sufficiente non è in concreto immaginabile ⁽³⁸⁾. Da un lato, l’incapienza patrimoniale non è un dato oggettivo (si pensi, ad esempio, a quanto varia il valore

⁽³⁷⁾ Si veda anche sul tema B. LIBONATI, *Prospettive di riforma sulla crisi di impresa*, cit., p. 334; L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., pp. 222 ss.; D. GALLETI, *Il nuovo concordato preventivo: contenuto del piano e sindacato del giudice in Giur. comm.*, 2006, II, pp. 906 ss. e, ivi, p. 907; F. CASALE, *Il concordato fallimentare delle società*, in *Le riforme delle procedure concorsuali*, a cura di A. Didone, Milano, 2016, pp. 1525 ss.

⁽³⁸⁾ In merito alle incertezze poste dall’impossibilità di individuare con precisione il momento dello *shifting*, il cui rilievo è accentuato dalla significativa discontinuità di gestione che ad esso consegue, si veda anche A. KEAY, *The Shifting of Directors’ Duties in the Vicinity of Insolvency*, cit., pp. 151 ss.; J.C. COFFEE JR., *Bail-Ins Versus Bail-Outs: Using Contingent Capital to Mitigate Systemic Risk*, inedito, Columbia University, 2010, p. 44, il quale – con qualche analogia con quanto si proporrà *infra* nel Capitolo IV §8.1 – argomenta in favore dello strumento del debito subordinato convertibile (c.d. *contingent convertible* o “CoCo”), in quanto dovrebbe appunto permettere di superare «an “all or nothing” rule that switches the board’s fiduciary duty from shareholders to creditors at an imprecisely defined moment» tramite un «*compromise mechanism that provides a voice to creditors once into that “vicinity” [of insolvency] but still leads to less legal uncertainties*».

delle componenti attive del patrimonio sociale se si assume una prospettiva di continuità o di liquidazione) ⁽³⁹⁾. Dall'altro, l'esigenza di tutela dei creditori non emerge in un momento specifico, ma dipende dalle caratteristiche delle singole operazioni che gli amministratori si propongono di compiere in relazione alla situazione economico-finanziaria della società in un dato momento. Anche quando la società si trova *in bonis*, se i costi attesi in caso di insuccesso di una particolare operazione eccedono il valore netto del patrimonio residuo (o determinano un rischio di insolvenza), la scelta degli amministratori di intraprendere detta operazione impone dei costi a carico dei creditori (nella misura delle pretese creditorie che, nel caso di scenario negativo, resterebbero insoddisfatte, ponderata per il rischio che ciò si verifichi). Se si ritiene che gli amministratori siano vincolati al perseguimento dell'interesse dei soci, gli amministratori dovrebbero intraprendere anche operazioni aventi valore attuale negativo, se i benefici attesi in caso di successo (integralmente destinati ai soci) fossero superiori alla parte dei costi attesi che verrebbero assorbiti dal patrimonio netto residuo e, per l'effetto, posti a carico dei soci ⁽⁴⁰⁾.

Proprio alla luce del fatto che, in presenza di un patrimonio netto di entità ridotta, pur se positivo, l'esigenza di tutela dei creditori sorge in momenti diversi in relazione alla tipologia delle scelte gestionali che gli amministratori sono chiamati a valutare, le ricostruzioni che propendono per la natura diretta degli obblighi degli amministratori verso soci (e/o, in presenza di una crisi, creditori) hanno tentato – con diverse soluzioni interpretative – di anticipare la tutela dei creditori ad un momento antecedente rispetto all'attivazione dei meccanismi posti a presidio del principio di correlazione tra potere e rischio (il cui presupposto di attivazione sarà oggetto di esame *infra* al §2.2) ⁽⁴¹⁾. Il risultato – oltre a non ovviare alle difficoltà in ordine

⁽³⁹⁾ La difficoltà nell'accertare l'entità del patrimonio netto e della perdita del capitale sociale sono state segnalate, con riferimento all'ipotesi in cui il bilancio sia redatto secondo gli IAS/IFRS, anche da R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, cit., p. 307, il quale evidenzia come «la volatilità delle valutazioni fondate sul fair value, che assume un valore centrale in questi principi contabili, rende precario l'accertamento della perdita del capitale sociale».

⁽⁴⁰⁾ Nella prospettiva dei soci (e degli amministratori, se si ritiene che essi siano tenuti verso i soci), la parte dei costi che, in caso di insuccesso, graverebbe sui creditori rappresenta, infatti, una mera esternalità a carico dei creditori (*rectius*, dei soli creditori più postergati)

⁽⁴¹⁾ In particolare, al fine di ovviare a tale problema, è stata prospettata in dottrina la possibilità di ricavare dall'art. 2394 c.c. (che individua una responsabilità degli amministratori verso i creditori di una s.p.a. per eventuali condotte di *mala gestio*) un limite esterno ai poteri gestori degli amministratori. Essi, pertanto, nel perseguire l'interesse dei soci, non potrebbero intraprendere

all'identificazione del momento cui ricollegare tale slittamento dei doveri degli amministratori – finisce per eccedere nella direzione opposta, impedendo agli amministratori di compiere le scelte gestionali contrarie all'interesse dei creditori, anche quando tali scelte avrebbero un valore attuale positivo e, dunque, sarebbero in grado di generare valore ⁽⁴²⁾.

Da tale *impasse* non si può peraltro uscire, come pure da taluni sostenuto in dottrina ⁽⁴³⁾, ritenendo che gli amministratori, nella fase crepuscolare, siano obbligati sia verso i soci, sia verso i creditori. Ciò equivarrebbe a dire che gli amministratori sono soggetti a parametri di azione quasi sempre inconciliabili, alla luce dell'irriducibile conflitto di interessi esistente tra soci e creditori nella fase crepuscolare della società ⁽⁴⁴⁾.

operazioni quando tali operazioni apparissero *ex ante* idonee a rendere il patrimonio sociale insufficiente al soddisfacimento dei creditori sociali. In questo senso, si veda A. TINA, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Milano, 2008, pp. 171 ss. e, *ivi*, pp. 176-177; M. FABIANI, *Fondamento e azione per la responsabilità degli amministratori di s.p.a. verso i creditori sociali nella crisi dell'impresa*, cit., p. 305. I risultati cui condurrebbe un approccio di questo tipo, tuttavia, non danno adeguata soluzione al problema: da un lato, non impedisce che una parte del rischio di impresa gravi anche sui creditori (v. *infra* Cap. IV, §7.2), poiché resta ben possibile che le operazioni intraprese dalla società, se considerate nel loro complesso, abbiano un costo atteso superiore al patrimonio netto in caso di insuccesso di tutte o molte delle operazioni; dall'altro lato, il descritto limite esterno finirebbe per impedire agli amministratori di compiere scelte gestionali che appaiono avere valore attuale positivo se i costi di un insuccesso rendessero incapiente il patrimonio, anche quando il patrimonio netto è superiore al capitale sociale minimo. Nel senso di un anticipazione dell'emergere dell'interesse dei creditori quale parametro gestionale rispetto alla perdita del patrimonio sociale, si veda anche B. LIBONATI, *Creditori sociali e responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, III, Torino, 2007, pp. 623 ss. e, *ivi*, p. 625; F. BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, cit., pp. 1054 ss. e, oltre i confini nazionali, L. LIN, *Shift of Fiduciary Duty Upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors*, cit., p. 1498.

⁽⁴²⁾ In altri termini, gli amministratori nell'interesse dei creditori potrebbero intraprendere – nell'ambito delle operazioni aventi valore attuale positivo – solo quelle il cui beneficio per i creditori superi il costo che essi potrebbero essere tenuti a sopportare. Tuttavia, poiché i creditori sono titolari di una pretesa “fissa”, il beneficio atteso sarebbe pari a zero in tutti i casi in cui il patrimonio sociale risultasse capiente. Il rischio di sotto-investimento è colto anche da N. BACCETTI, *La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento*, cit., p. 596.

⁽⁴³⁾ Si veda, in tal senso, M. BUTA, *Tutela dei creditori e responsabilità gestoria all'approssimarsi dell'insolvenza: prime riflessioni*, cit., p. 2583. Al riguardo, si veda anche R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, cit., p. 320, che, pur ritenendo che in caso di «*crisi dell'impresa, l'interesse dei creditori assume un ruolo primario*», ritiene che l'interesse dei soci conservi una sua rilevanza sebbene «*degradat[i] a limite dell'azione della società*».

⁽⁴⁴⁾ Volendo esemplificare, si pensi all'ipotesi in cui gli amministratori di una società, nella fase crepuscolare, si trovino di fronte all'opportunità di compiere un investimento avente valore attuale positivo. Se il valore del patrimonio netto è positivo e, quindi, tutti i creditori venissero

Le criticità che, come si è evidenziato, conseguono ad una ricostruzione dei doveri degli amministratori come “diretti” verso i soci e, in caso di crisi, verso i creditori sembrano in buona parte dissolversi se, invece, tali obblighi vengono qualificati come a beneficio della società. Ciò, infatti, escluderebbe il verificarsi, in caso di crisi, di un fenomeno di *shifting*. Gli amministratori resterebbero, anche nella fase crepuscolare e fino all’attivarsi dei meccanismi di ripristino della correlazione tra potere e rischio (v. *infra* §2.2), obbligati verso lo stesso soggetto (ossia, la società) e tenuti a orientare la gestione al rispetto di un parametro gestionale efficiente ed univoco: la massimizzazione del valore del patrimonio sociale ⁽⁴⁵⁾. Tale parametro –

integralmente soddisfatti nelle loro pretese, questi ultimi avrebbero interesse a che nessun investimento fosse compiuto; diversamente, l’interesse dei soci sarebbe quello di compiere l’investimento in grado, in base alle attese, di accrescere il valore della società. Come si possono ricondurre ad unità interessi opposti come quelli appena evidenziati? Sul tema, nel senso dell’inconciliabilità tra interessi dei soci e dei creditori, la sentenza della Court of Appeal inglese *Brady v Brady* (1988), 3, BCC, pp. 535 ss. e, ivi, p. 552, ove si afferma che – una volta che la società si trovi in situazione di insolvenza o di probabile insolvenza – *«the interests of the company are in reality the interests of existing creditors alone»*. In tema di conflitto di interessi tra soci e creditori nell’ambito delle crisi societarie, si veda anche L.A. BEBCHUK, *A New Approach to Corporate Reorganizations*, in *Harvard Law Review*, 1988, pp. 775 ss.; E.A. POSNER, E.G. WEYL, *A Solution to the Collective Action Problem in Corporate Reorganization*, *University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research Paper*, 2013, p. 20.

⁽⁴⁵⁾ A sostegno dell’ipotesi interpretativa qui formulata, si veda la sentenza della Delaware Chancery Court *Production Resources Group, LLC v. NCT Group, Inc.*, 863, A.2d, 772, in cui l’estensore della motivazione (Leo Strine Jr., Vice Chancellor) afferma in motivazione che: *«it seems to me even less plausible that directors’ duties somehow change profoundly as the firm approaches insolvency. As the proportion of the firm’s enterprise value that is comprised of debt increases, directors must obviously bear that in mind as a material consideration in determining what business decisions to make. I doubt, however, that there is a magic dividing line that should signal the end to some, most, or all risk-taking on behalf of stockholders or even on behalf of creditors, who are not homogenous and whose interests may not be served by a board that refuses to undertake any further business activities that involve risk. As a result, the business judgment rule remains important and provides directors with the ability to make a range of good faith, prudent judgments about the risks they should undertake on behalf of troubled firms»*.

Il parametro della massimizzazione del valore del compendio sociale appare preferibile rispetto all’alternativa, talvolta perseguita in via interpretativa, di un’anticipazione del momento in cui sorgerebbe il dovere di gestione orientata alla *«conservazione dell’integrità e del valore del patrimonio sociale»* previsto dall’art. 2486 c.c. La ricostruzione dei doveri degli amministratori come rivolti in favore della società consente, infatti, di raggiungere un equilibrio tra l’assunzione di rischi eccessivi nell’interesse dei soci (*overinvestment*) e la mera liquidazione conservativa del patrimonio (*underinvestment*) nell’interesse dei creditori (*rectius*, di quei creditori che hanno assunto posizione residuale). In merito alla superiorità del parametro gestionale della massimizzazione del valore del patrimonio sociale rispetto a quello della massimizzazione della partecipazione dei soci, si veda N. BACCETTI, *La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento*, cit., pp. 597-598; M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, cit., p. 121. Nello stesso senso L. PANZANI, *Sorte della partecipazione dei vecchi soci in caso di ristrutturazione di società insolventi*, in *Società*, 2014, pp. 83 ss. e, ivi, p. 87, il quale supera in via interpretativa l’inadeguatezza del parametro dettato dall’art. 2486 c.c. affermando che *«per quanto la nozione dettata dall’art. 2486 c.c. sia diversa dal concetto di massimizzazione del valore dell’azienda nell’interesse dei creditori, le due nozioni non sono poi troppo distanti, perché la conservazione*

traducendosi nel dovere per gli amministratori di compiere scelte aventi un valore attuale positivo e, pertanto, in grado di generare ricchezza – finirebbe per coincidere sempre con l'interesse di coloro che rivestono, in senso economico, una posizione residuale, chiunque essi siano (ossia, i soci o, progressivamente all'approssimarsi della crisi, i creditori titolari di pretese che non trovano piena capienza nel patrimonio sociale) ⁽⁴⁶⁾.

Al riguardo, non appare fondato il timore che ciò si traduca nella concessione agli amministratori di una discrezionalità eccessivamente ampia nella gestione della crisi societaria e che tale discrezionalità finisca per avvantaggiare i soci, in quanto *dominus* degli amministratori (v. *supra*). Infatti, come si vedrà nel prossimo paragrafo, occorre in primo luogo evidenziare come abbia natura provvisoria la situazione in cui gli amministratori risultano nominati e sottoposti al potere di disciplina di soggetti diversi (i soci) rispetto a coloro che rivestono, ormai, effettivamente una posizione residuale (i creditori). In secondo luogo, nel lasso di tempo necessario affinché sia superato il disallineamento in senso “verticale” tra potere di controllo e rischio di impresa (v. *supra* §1.2), gli amministratori sono sottoposti ad un più penetrante controllo giudiziale in merito al loro operato. Infatti, sebbene la *business judgment rule* debba ritenersi applicabile anche in un contesto di crisi societaria ⁽⁴⁷⁾, l'eventuale

dell'integrità e del valore del patrimonio sociale implica una gestione prudentziale e conservativa che tuttavia non impedisce ed anzi obbliga in taluni casi al compimento di nuove operazioni, mentre il principio della massimizzazione del valore dell'azienda, se applicato secondo buona fede, [...] comporta che andranno in ogni caso evitate operazioni di pura sorte o comunque avventurose. Diversamente A. ROSSI, *La governance dell'impresa in fase di ristrutturazione*, in *Fallimento*, 2015, pp. 253 ss. e, ivi, p. 266, il quale interpreta i doveri di gestione conservativa in senso restrittivo. Anche a livello internazionale, la tendenza prevalente pare essere quella di configurare il dovere degli amministratori in caso di crisi o insolvenza quale dovere di massimizzazione del valore dell'impresa nell'interesse dei creditori. Così lo stesso L. PANZANI, *op. cit.*, pp. 85 ss., il quale dà conto del dibattito avvenuto sul tema in seno al Working Group 5 dell'Uncitral durante la sessione tenutasi a Vienna nel novembre 2011.

⁽⁴⁶⁾ Più in generale, il riconoscimento del carattere originario dei poteri degli amministratori, non soggetti ad un vincolo di subordinazione rispetto ai soci ma obbligati verso la società, è emerso nel lungo percorso storico che ha condotto al progressivo abbandono della concezione proprietaria della partecipazione sociale. Sul tema, si veda la ricostruzione di P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nelle società per azioni*, Milano, 1975, pp. 5 ss.

⁽⁴⁷⁾ Si veda, in tal senso, R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, cit., p. 314; R. RORDORF, *Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi*, in *Società*, 2013, pp. 670 ss.; A. NIGRO, “Principio” di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori di s.p.a., in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 457 ss. e, ivi, p. 477; G. GUIZZI, *Responsabilità degli amministratori e insolvenza: spunti per una comparazione tra esperienza giuridica italiana e spagnola*, cit., p. 245 e A. VICARI, *I doveri degli organi sociali e dei revisori in situazioni di crisi di impresa*, in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 128 ss. e, ivi, p. 131 ss., il quale tuttavia ritiene che il giudizio di ragionevolezza *ex ante* sulle scelte

condotta degli amministratori ispirata al perseguimento dell'interesse dei soci – ove questo risulti in contrasto con l'interesse della società alla massimizzazione del valore del patrimonio sociale ⁽⁴⁸⁾ – dovrebbe qualificarsi come violazione del dovere di fedeltà degli amministratori (*duty of loyalty*) e, pertanto, consentire un arretramento della deferenza giudiziale verso la loro discrezionalità ⁽⁴⁹⁾. In altri termini, le operazioni che, in una prospettiva *ex ante*, appaiano avere valore attuale negativo, ma risultino idonee ad incrementare il valore delle pretese dei soci (ad esempio, creando una possibilità, seppur minima, che la società torni *in bonis*, v. *supra* al §1.2), dovrebbero essere sottoposte ad un sindacato giudiziale pieno ⁽⁵⁰⁾. Pertanto, la

gestionali consentito dalla *business judgment rule* debba essere orientato, in caso di crisi societaria, non più al parametro del «*massimo profitto*» (ossia, per usare la terminologia qui preferita, alla massimizzazione del valore del patrimonio sociale), ma alla conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale. In giurisprudenza, nel senso dell'applicabilità della regola della *business judgment rule* anche in un contesto di avvenuta perdita del capitale sociale, si veda Cass. 23 marzo 2004, n. 5718, in *Riv. not.*, 2004, pp. 1571 ss.; Cass. 24 agosto 2004, n. 16707, in *Giur. comm.*, 2005, II, pp. 405 ss.

⁽⁴⁸⁾ Si noti che la ricostruzione dei doveri degli amministratori qui proposta – che vede questi ultimi non vincolati direttamente verso i soci e/o i creditori – sembra, ad ogni modo, compatibile sia con una concezione “contrattualistica” dell'interesse sociale, sia con una visione, invece, “istituzionalistica” (cfr., in questo senso, anche N. BACCETTI, *op. cit.*, p. 598, nt. 72). Sul tema, che per la sua complessità e ampiezza non può essere esaminato in questa sede, si rimanda a C. ANGELICI, *Note minime sull'interesse sociale*, in *Banca borsa*, 2014, I, pp. 255 ss.; M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello “istituzionalismo debole”*, in *Giur. comm.*, 2014, I, pp. 669 ss.; F. DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: “contratto”, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 480 ss.; ID., *Logica dello scambio e “contrattualità”: la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, pp. 5 ss.

⁽⁴⁹⁾ Ciò è particolarmente evidente quando i soci abbiano, a loro volta, natura societaria: non vi è dubbio, infatti, che la gestione degli amministratori di una società appartenente ad un gruppo che, in contrasto con l'interesse della società da questi amministrata, persegue l'interesse della società controllante integri una violazione del dovere di fedeltà cui sono tenuti gli amministratori, con conseguente sindacabilità nel merito delle loro scelte gestorie (cfr. Cass. 24 agosto 2004, n. 16707, cit., la cui motivazione è fondata, appunto, sulla violazione dei doveri di fedeltà all'interesse sociale). La possibilità di un arretramento dell'operatività della *business judgment rule* in presenza di scelte gestionali dannose per la società, ma ispirate all'interesse dei soci, sembra essere prospettata anche da N. BACCETTI, *La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento*, cit., p. 625 e F. BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, pp. 1027 ss. e, ivi, p. 1033, testo e nt. 17. In senso analogo, seppure nell'ambito di una ricostruzione dei doveri degli amministratori come rivolti direttamente verso i soci o i creditori e terzi, M. FABIANI, *Fondamento e azione per la responsabilità degli amministratori di s.p.a. verso i creditori sociali nella crisi dell'impresa*, cit., p. 305. *Contra* A. VICARI, *I doveri degli organi sociali e dei revisori in situazioni di crisi di impresa*, cit., p. 129 ss.

⁽⁵⁰⁾ Tale responsabilità degli amministratori potrebbe essere fatta valere dei creditori anche prima del momento in cui si verifichi una situazione di incapienza patrimoniale. È infatti opinione diffusa quella secondo cui l'insufficienza patrimoniale rappresenti soltanto una condizione (o un presupposto) dell'azione risarcitoria dei creditori sociali prevista dall'art. 2394 c.c., tale da rendere attuale l'interesse dei creditori. Sul tema, che non può essere qui compiutamente affrontato, si rimanda

posizione delicata in cui verrebbero a trovarsi gli amministratori – stretti tra potere di disciplina dei soci e doveri verso la società – non si porrebbe in maniera istantanea per tutte le operazioni, ma si verificherebbe in modo “elastico” in relazione alle caratteristiche specifiche della singola operazione, con crescente frequenza all’avvicinarsi della crisi.

È inevitabile che l’esposizione degli amministratori nominati dai soci ad un rischio maggiore di incorrere in responsabilità risarcitoria possa determinare un’eccessiva deterrenza nelle condotte gestionali ⁽⁵¹⁾. Tuttavia, tale rischio è limitato, come visto, ad alcune operazioni (quelle che *ex ante* abbiano un valore attuale negativo, ma appaiano nell’interesse dei soci) e, in ogni caso, sembra giustificarsi con l’esigenza di proteggere i creditori nel lasso di tempo necessario affinché possa essere ripristinata la correlazione tra potere di controllo e sopportazione del rischio di impresa (v. *infra* §2.2 e §2.3), lasso di tempo che pertanto deve essere ridotto il più possibile (come, *de iure condendo*, si suggerirà *infra* al Cap. IV, §8.1).

a B. LIBONATI, *Creditori sociali e responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, cit., p. 625; F. BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, cit., pp. 1054 ss.

L’emergere di un controllo più penetrante sull’attività gestoria degli amministratori in presenza di una crisi societaria, quando le loro scelte *ex ante* appaiano pregiudizievoli per il patrimonio sociale, è cifra comune a molti ordinamenti che, con forme diverse, si pongono l’obiettivo di evitare che gli amministratori favoriscano i soci di cui sono espressione. Al riguardo, si pensi alla disciplina inglese del *wrongful trading* (Sec. 214 Insolvency Act 1986) e a quella tedesca che pone a carico degli amministratori un obbligo di presentare la richiesta di fallimento entro tre settimane dal verificarsi dei presupposti oggettivi della procedura concorsuale (§15, *Abs. 3, InsO*). Sul tema, si veda più ampiamente L. STANGHELLINI, *Directors’ duties and the optimal timing of insolvency. A reassessment of the “recapitalize or liquidate rule”*, cit., pp. 733 ss.; F. BRIZZI, *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, cit., pp. 1031 ss.

⁽⁵¹⁾ In relazione al rischio che la sottoposizione degli amministratori a responsabilità risarcitoria in presenza di una situazione di sottopatrimonializzazione si traduca in un fenomeno di eccessiva deterrenza, si veda H. EIDENMÜLLER, *Trading in times of crisis: Formal insolvency proceedings, workouts and the incentives for shareholders/managers*, in *European Business Organization Law Review*, 7, 1, 2006, pp. 239 ss. e, ivi, p. 252 ss.; F. DENOZZA, *La gestione dell’impresa di fronte alla crisi*, in *Le soluzioni concordate delle crisi d’impresa (Atti del Convegno di Studi di Torino, 8-9 aprile 2011)*, a cura di A. Jorio, Milano, 2012, pp. 181 ss. e, ivi, pp. 184 ss.; G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, cit., p. 610 (nt. 16); M. MIOLA, *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in *La società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive*, a cura di P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventoruzzo, I, Milano, 2007, pp. 409 ss. e, ivi, p. 421; N. BACCETTI, *La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento*, cit., p. 573. Sul tema, si veda anche G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1**, Torino, 2004, pp. 3 ss. e, ivi, pp. 112 ss. e C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., p. 402, testo e nt. 120, il quale rileva altresì come tale rischio sia particolarmente grave anche alla luce del fatto che gli amministratori, a differenza degli azionisti, non possono diversificare il loro investimento in “capitale umano” e, dunque, sono particolarmente danneggiati da eventuali ricadute reputazionali.

2.2. Soglia di rilevanza e attivazione dei meccanismi di trasferimento del controllo: adeguatezza patrimoniale e finanziaria

Come si è visto nel paragrafo precedente, sembra preferibile propendere per una ricostruzione dei doveri degli amministratori come rivolti verso la società. La conseguenza è che, per effetto del solo incedere della crisi, non dovrebbe verificarsi un momento di netta discontinuità gestionale, in quanto gli amministratori resterebbero tenuti alla massimizzazione del valore del patrimonio sociale. Ciò, tuttavia, risulta, a prima vista, in contrasto con il dato normativo che, in caso di perdita del capitale sociale minimo, impone agli amministratori di una società di capitali di accertare «senza indugio» il verificarsi della causa di scioglimento (art. 2485, comma 1) e di orientare la gestione alla conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale (artt. 2484, comma 1, n. 4, e 2486 c.c.). Gli stessi doveri sono, poi, ricollegati in via interpretativa alla prospettiva della perdita della continuità aziendale conseguente ad uno squilibrio finanziario non reversibile, che integrerebbe la causa di scioglimento prevista per la sopravvenuta impossibilità di conseguire l'oggetto sociale (art. 2484, comma 1, n. 2, c.c.)⁽⁵²⁾. Ebbene, se, come si ritiene, non vi fosse alcuno “slittamento” dei doveri degli amministratori, non dovrebbe nemmeno esservi un mutamento dello *standard* gestionale cui gli amministratori sono tenuti quando la società si trova in una situazione di squilibrio patrimoniale e/o finanziario.

Tuttavia, pur prescindendo dalla già segnalata contraddittorietà del dato normativo in ordine alle due ricostruzioni dei doveri degli amministratori astrattamente prospettabili (v. *supra* §2.1), l'apparente contrasto pare ricomponibile in base ad una duplice considerazione.

In primo luogo, occorre osservare che il mutamento del parametro gestionale previsto dall'art. 2486 c.c. è previsto anche in occasione di ipotesi non significative di uno squilibrio patrimoniale o finanziario, pur se espressione di uno stadio “terminale”

⁽⁵²⁾ In questo senso, si veda G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, cit., p. 71, il quale – citando L. MOSSA, *La perdita del capitale nella società in nome collettivo ed il suo scioglimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1936, II, pp. 465 ss. – afferma che la causa di scioglimento rappresentata dalla sopravvenuta impossibilità di conseguire l'oggetto sociale deve «essere considerat[a] come una “clausola generale”, diretta, fra l'altro, a consentire l'eliminazione della società commerciale impotente». Nello stesso senso, F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015, pp. 280 ss.

della vita societaria (cfr. art. 2484, comma 1, nn. 1, 3 e 6 c.c.)⁽⁵³⁾. In secondo luogo, la disciplina dello scioglimento della società per perdita del capitale o in presenza di uno squilibrio finanziario sembra avere, piuttosto, la funzione di individuare il momento in cui l'ordinamento – con valutazione generale e astratta nel caso del capitale sociale minimo, al fine favorire la certezza nell'accertamento⁽⁵⁴⁾ – reputa non più tollerabile la compressione del principio di correlazione tra potere e rischio nei rapporti tra diverse categorie di investitori (e, dunque, secondo la terminologia proposta, in senso “verticale”, v. *supra* §1.1). Da questo momento devono attivarsi in meccanismi di ripristino del rispetto di tale principio e si limita la discrezionalità gestionale degli amministratori, in considerazione di una legittima sfiducia riposta dall'ordinamento in ordine alla possibilità che soggetti fiduciari dei soci possano perseguire efficacemente l'interesse della società in una situazione i cui esso risulta ormai quasi sempre in contrasto con quello dei soci che li hanno nominati e che dispongono ancora del potere di revoca⁽⁵⁵⁾. In altri termini, in presenza di uno

⁽⁵³⁾ Nel senso che tutte le cause di scioglimento previste dall'art. 2484 c.c. – comprese quelle diverse dalla perdita del capitale sociale o dalla sopravvenuta impossibilità di conseguire l'oggetto sociale (cui viene generalmente ricondotta la mancata disponibilità di mezzi propri adeguati, v. *infra* nt. 63) – denotano una fase crepuscolare della società, si veda G.M. BUTA, *Tutela dei creditori e responsabilità gestoria all'approssimarsi dell'insolvenza: prime riflessioni*, cit., p. 2575, pp. 2580 ss. La sostanziale assimilabilità tra causa di scioglimento che denota uno squilibrio economico-patrimoniale e causa di scioglimento che, invece, evidenzia un malfunzionamento della struttura di governo societario è particolarmente evidente in altri ordinamenti, quali quello spagnolo e francese (Ley de Sociedades de Capital art. 363; Code de Commerce, L225-248 e L223-242), che impongono lo scioglimento della società anche nell'ipotesi in cui l'assemblea dei soci ometta di deliberare la riduzione del capitale sociale richiesta in caso di perdita superiore alla metà del capitale sociale che, tuttavia, non intacchi il minimo legale (sul tema, si veda L. STANGHELLINI, *Directors' duties and the optimal timing of insolvency. A reassessment of the "recapitalize or liquidate rule"*, cit., pp. 757 ss.). In sostanza, tutte le cause di scioglimento si caratterizzano quali impedimenti sopravvenuti al corretto funzionamento dello strumento societario che, ove non rimossi dai soci, impediscono di proseguire l'attività sociale e costringono la società a trasferire ai creditori la quota di patrimonio sociale corrispondente all'indebitamento (quindi anche l'intero patrimonio sociale, ove il ricavato sia pari o inferiore all'ammontare dei debiti), con diritto dei soci al solo eventuale residuo, quale esito coerente dell'impossibilità di continuare ad avvalersi dell'organizzazione societaria.

⁽⁵⁴⁾ Cfr. G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria della società in crisi*, cit., p. 610; F. DENOZZA, *Different Policies for Corporate Creditor Protection*, in *European Business Organization Law Review*, 2006, pp. 409 ss.

⁽⁵⁵⁾ Sebbene in questa fase l'operato degli amministratori sia suscettibile di un vaglio giudiziale più penetrante (si ricordi quanto detto in merito all'indebolimento della protezione della *business judgment rule* nel caso in cui i soci abbiano ormai perso il loro investimento, v. *supra* §2.1), è opportuno contenere il lasso di tempo durante il quale gli amministratori vengono a trovarsi maggiormente esposti al rischio di responsabilità risarcitorie. Infatti, in questo contesto, è ragionevole attendersi che gli amministratori, intimoriti dal rischio di responsabilità, da un lato, rinuncino anche ad operazioni

squilibrio finanziario e/o patrimoniale rilevante, in attesa che esso venga superato, la gestione conservativa dell'impresa appare il "male minore".

La compressione dei poteri degli amministratori nominati dai soci in occasione di uno squilibrio finanziario grave non sorprende: la mancata tempestiva rimozione di tale squilibrio impone, come si vedrà, il ricorso ad una procedura concorsuale volta al trasferimento ai creditori del controllo sul patrimonio sociale (v. *infra* §2.3). Diversamente, è opportuno soffermarsi sulla soglia di rilevanza dello squilibrio patrimoniale, identificata dall'ordinamento nella perdita del capitale sociale minimo. Con ciò sembrerebbe porsi una soglia di mezzi propri che i soci devono necessariamente vincolare all'impresa sociale e mantenere nel corso di tutto il suo esercizio, allo scopo di assicurare che il loro potere di nominare e revocare gli amministratori poggi sempre su un interesse economico reale (seppure non necessariamente sufficiente ad assorbire interamente le eventuali perdite, v. *infra*) ⁽⁵⁶⁾.

aventi valore attuale positivo che sarebbero state nell'interesse dei creditori (c.d. rischio di eccessiva deterrenza, v. *supra* nt. 51) e/o dall'altro, in quanto soggetti fiduciari dei soci, continuo – consapevolmente o inconsapevolmente – a proteggerne gli interessi a scapito dei creditori. È evidente infatti la difficoltà per gli amministratori di "cambiare cappello" da un giorno ad un altro (la felice espressione è di L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., p. 45, che evidenzia come ciò risulti particolarmente complicato soprattutto quando «non vi è alcuna scissione nemmeno formale fra proprietà e controllo, come nel caso della società a ristretta base sociale»). Sul tema si veda anche N. BACCETTI, *La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento*, cit., p. 55 e J. ARMOUR, R.J. MOKAL, *Reforming the Governance of Corporate Rescue: The Enterprise Act 2002*, in *Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly*, 1, 2005, pp. 28 ss., ove gli autori affermano che «where the company becomes 'factually' insolvent, creditors displace shareholders as 'residual claimants'—in other words, they capture the benefit or suffer the loss from any increase or decrease in the firm's total value. At this point, it no longer makes sense for the board of directors to manage the company on behalf of the shareholders. Hence directors' fiduciary duties are modified, so that the 'interests of the company' in which they are required to act become the interests of the creditors. In itself, this is unlikely to be sufficient to placate creditors».

⁽⁵⁶⁾ Nel senso qui prospettato, si veda anche G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria della società in crisi*, cit., pp. 609 ss., il quale afferma che la «regola ex artt. 2447 e 2482-ter c.c. [ha] la funzione di prevenire l'impropria traslazione del rischio d'impresa a carico dei creditori, che il legislatore ritiene si produca ove il patrimonio netto si riduca al di sotto della cifra del capitale minimo. L'attivazione della regola "ricapitalizza o liquida" è, infatti, legata non al concretizzarsi dell'effettivo pregiudizio dei creditori, che ha luogo soltanto qualora la capacità solutoria della società sia compromessa o sia destinata ad esserlo entro breve, bensì all'esigenza (che assume dunque portata preventiva rispetto al concretizzarsi dell'insolvenza) di conservare un investimento minimo a titolo di capitale di rischio, si da determinare un incentivo ai soci a promuovere la corretta gestione dell'impresa sociale» (p. 612). Per considerazioni analoghe sul tema, si veda anche F. D'ALESSANDRO, *La crisi dell'impresa tra diagnosi precoci e accanimenti terapeutici*, in *Giur. comm.*, 2001, I, pp. 411 ss. e, ivi, p. 414; A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo in La società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive*, Milano, 2007, pp. 515 ss. e, ivi, pp. 514 ss.; G. FERRI JR, *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, I, pp. 741 ss. e, ivi, pp. 753 ss.; V. CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria dell'impresa in crisi*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber*

È al superamento di tale soglia che l'inefficiente allocazione del potere di controllo all'interno della società – derivante dal disallineamento tra potere di controllo (spettante, indirettamente, ancora ai soci) e sopportazione del rischio di impresa (ormai presumibilmente traslato, per tutte o quasi le operazioni, sui creditori) – diviene rilevante per l'ordinamento (salvo l'acuirsi del rischio di responsabilità degli amministratori che, come visto *supra* §2.1, si verifica prima del momento in cui emerge uno squilibrio finanziario e/o patrimoniale rilevante quale causa di scioglimento) ⁽⁵⁷⁾. Il sistema del capitale sociale svolgerebbe, così, (anche) un ruolo di presidio al principio di correlazione tra potere di controllo e sopportazione del rischio di impresa nella sua accezione “verticale”, relativa ai rapporti tra categorie diverse di investitori ⁽⁵⁸⁾. Eroso quel “cuscinetto” minimo di capitale, l'ordinamento richiede ai soci di

amicorum Pietro Abbadessa, dir. da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera e A. Sciarrone Alibrandi, Torino, 3, 2014, pp. 2599 ss. e, ivi, p. 2596; P. SPADA, *Un numero che detta regole: ovvero il ruolo del capitale sociale nel diritto azionario italiano*, in *Riv. not.*, 2014, pp. 437 ss. e, ivi, p. 446.

Con la previsione del capitale sociale minimo non si intende, pertanto, garantire i creditori rispetto al rischio di insolvenza o incapienza patrimoniale della società. Come è facilmente intuibile, la natura predeterminata in maniera fissa per tutte le società fa sì che il capitale sociale minimo non possa assicurare l'adeguatezza del rapporto tra mezzi propri e mezzi altrui, che richiederebbe la previsione di un coefficiente variabile in relazione alla natura dell'oggetto sociale e/o ad indicatori economici tra cui, in primo luogo, l'ammontare dell'indebitamento. Sul tema si vedano i fondamentali studi di G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, cit., p. 29, nonché più di recente ID., *Capitale sociale e ragionevolezza nelle società di capitali*, in G.B. PORTALE, *Lezioni pisane di diritto commerciale*, a cura di F. Barachini, Pisa, 2014, pp. 50 ss.; M. MIOLA, *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 237 ss. e, ivi, p. 252; L. ENRIQUES, J. MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 78 ss. e, ivi, p. 97 ss.; L. ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, I, pp. 607 ss. e, ivi, p. 627; M. MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, pp. 1 ss. e, ivi, p. 14; C.A. PETERSON, N.W. HAWKER, *Does Corporate Law Matter? Legal Capital Restrictions on Stock Distributions*, in *Akron Law Review*, 31, 1997, pp. 175 ss. e, ivi, p. 201. Al riguardo, si noti, altresì, che così come il capitale sociale non può efficacemente assolvere alla funzione di proteggere i creditori dal rischio di insolvenza o incapienza patrimoniale della società, *a fortiori*, dovrebbe escludersi che tale istituto possa proteggere i soci, limitando le loro perdite.

⁽⁵⁷⁾ Le stesse conseguenze, come già osservato, fanno seguito al verificarsi delle altre cause di scioglimento previste dall'art. 2484 c.c., le quali condividono, tutte, con la perdita del capitale sociale minimo il venir meno della possibilità di continuare a perseguire lo scopo sociale nei termini e secondo la forma organizzativa societaria prescelta dai soci. V. *supra* nt. 53.

⁽⁵⁸⁾ Questa ricostruzione della funzione del capitale sociale non pare indebolita dalla circostanza che l'ordinamento tedesco – che rappresenta il paradigma principale per l'istituto del capitale sociale – non qualifica la perdita del capitale sociale minimo quale causa di scioglimento e, dunque, non ricollega ad essa un'alternativa per i soci corrispondente a quella posta dalla regola “ricapitalizza, trasforma o liquida”. Infatti, il dovere degli amministratori (§15a *InsO*) di accertare l'*Überschuldung* – che si verifica laddove il valore delle passività eccede il valore delle attività, salvo che

esprimersi sull'alternativa tra lasciare che il patrimonio venga trasferito ai creditori (nella parte corrispondente ai debiti sociali e, se questi eccedono il valore ricavato dalla liquidazione, integralmente) oppure impedire che ciò avvenga ricostituendo tale “cuscinetto” sino, almeno, alla soglia del capitale sociale minimo.

A tale ricostruzione della funzione del capitale sociale, potrebbero muoversi due facili obiezioni: da un lato, la predeterminazione in via astratta e generale della misura del capitale sociale minimo non consente che tale “cuscinetto” sia sempre adeguato a garantire un equilibrio tra mezzi propri e mezzi altrui ⁽⁵⁹⁾; dall'altro lato, con l'intento dichiarato di incentivare le iniziative imprenditoriali, negli ultimi tempi vi è stata la tendenza in molti ordinamenti, compreso quello italiano, di ridurre il livello di capitale

vi siano elementi per ritenere altamente probabile una prospettiva di continuazione della società (§19 *InsO*) – consegue l'analogo risultato di porre un limite alla compressione del principio di correlazione tra potere di controllo e rischio di impresa, imponendo l'accertamento dello stato di insolvenza e il trasferimento del valore del patrimonio sociale ai creditori, con diritto dei soci al solo eventuale residuo attivo. Nell'arco temporale compreso tra il verificarsi dello *Überschuldung* e il termine di tre settimane entro il quale gli amministratori devono presentare richiesta di fallimento, è possibile compiere tentativi stragiudiziali volti alla rimozione della situazione di sovraindebitamento tra cui, in primo luogo, la ripatrimonializzazione della società (cfr. F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2015, pp. 129 ss.).

In sostanza, la differenza tra l'ordinamento italiano e quello tedesco – nella prospettiva qui adottata – è rappresentata dal fatto che il momento in cui l'ordinamento tedesco ritiene non più tollerabile la gestione da parte degli amministratori nominati dai soci è identificato secondo criteri diversi (a valori di mercato, invece che contabili, in una prospettiva di continuazione o di liquidazione in relazione alle concrete circostanze) e risulta posticipato (azzeramento del patrimonio netto in luogo della sua riduzione della soglia del capitale sociale minimo applicabile in base al tipo societario). Il risultato tuttavia risulta, da un punto di vista funzionale, corrispondente. Cfr. M. MIOLA, *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 237 ss. e, ivi, p. 307 nt. 203.

La concentrazione nell'ambito di un unitario istituto del capitale sociale delle funzioni di presidio alla correlazione tra potere di controllo e rischio e di “barriera selettiva” (su cui si veda anche *infra* nel testo) non rappresenta una scelta obbligata. La II Direttiva disciplina il capitale sociale soltanto nella sua funzione di “barriera” selettiva al ricorso al tipo azionario e di segnale al mercato di quanto i soci si sono impegnati a non sottrarre all'attività sociale per tutta la sua durata. Infatti, anche in presenza di una perdita grave del patrimonio sociale, l'art. 19 della II Direttiva – come accade in Germania – non richiede l'adeguamento del capitale sociale – limitandosi ad imporre l'obbligo di convocare l'assemblea al fine di prendere gli *eventuali* provvedimenti opportuni – e non condiziona la conservazione del tipo azionario al mantenimento del capitale sociale minimo. Cfr. M. MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, cit., pp. 21 ss. e pp. 66 ss.; L. ENRIQUES, J. MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori*, cit., pp. 97 ss.

⁽⁵⁹⁾ L'inadeguatezza delle regole in tema di capitale sociale minimo, proprio per l'incapacità di adattarsi alle caratteristiche specifiche della singola società, è stata evidenziata sia nella prospettiva dei soci (quale inidoneità ad individuare il volume di mezzi necessari per il conseguimento dell'oggetto sociale), sia nella prospettiva dei creditori (quale inidoneità a prevenire situazioni di insolvenza). Cfr. M. MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, cit., p. 3. Sul tema, si rinvia a quanto già detto *supra* alla nt. 56.

sociale minimo richiesto per i tipi societari cui si applica la II Direttiva ⁽⁶⁰⁾ e a rendere tale livello irrisorio per alcuni tipi di società a responsabilità limitata cui tale direttiva non si applica ⁽⁶¹⁾.

Tuttavia, rispetto al primo rilievo è possibile replicare che la mancata previsione di un meccanismo di adeguamento del capitale sociale in relazione agli specifici parametri economici di ciascuna società (ad esempio, quale rapporto con l'indebitamento) e l'assenza di un c.d. *solvency test* ⁽⁶²⁾ non consente di ritenere che l'ordinamento italiano delle società di capitali sia indifferente al fenomeno della sottopatrimonializzazione. Occorre ricordare, infatti, che l'operato degli amministratori è sottoposto ad un vaglio giudiziale più stringente, derivante dalla possibile disapplicazione della *business judgment rule*, laddove la situazione di sottopatrimonializzazione della società, pur in presenza del minimo legale, possa

⁽⁶⁰⁾ Intervenendo sull'art. 2327 c.c., ha modificato il requisito di capitale sociale minimo previsto per la società per azioni riducendolo da euro 120.000 ad euro 50.000 (art. 20 del c.d. Decreto Competitività, d.l. 24 giugno 2014, n. 91, conv. in l. 11 agosto 2014, n. 116).

Il vigente minimo legale corrisponde a quello prevista in Germania per la *Aktiengesellschaft* (§7 *AktG*) ed è superiore a quello previsto in Francia per la *société anonyme* pari a euro 37.000 (art. L224-2 del *Code de commerce*). La II Direttiva impone che gli Stati membri fissino per il tipo azionario un capitale sociale minimo non inferiore ad euro 25.000 (art. 6, par. 1).

⁽⁶¹⁾ L'art. 1 della II Direttiva limita l'ambito di applicazione delle misure di armonizzazione in essa contenute alla società per azioni italiana e agli equivalenti tipi societari previsti dalla legislazione degli altri stati membri, così come identificati dall'Allegato I alla direttiva. In assenza, pertanto, di un vincolo europeo in ordine alla previsione di un minimo legale per le società diverse da quelle cui la II Direttiva è applicabile, si è assistito negli ultimi anni alla proliferazione di tipi societari a capitale irrisorio. Sul tema, anche per una visione comparatistica, si rimanda a G.B. PORTALE, *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall'« importanza quasi-sacramental » al ruolo di « ferro vecchio »?)*, in *Riv. soc.*, 2010, pp. 815 ss.

⁽⁶²⁾ Il modello basato sui *solvency test*, di impronta anglosassone, si affida – invece che al dato statico relativo al “netto” patrimoniale – ad una prognosi da parte degli amministratori del dato dinamico relativo ai futuri flussi di cassa attesi per la società. Per un approfondimento sulla disciplina dei *solvency tests* negli Stati Uniti si rinvia B. MANNING, J.J. HANKS JR., *Legal Capital*, New York, 2013, pp. 182 ss.; R.A. BOOTH, *Capital Requirements in United States Corporation Law*, in *Legal Capital in Europe*, a cura di M. Lutter, Berlino, 2006, pp. 620 ss.

Al riguardo, è opportuno ricordare che uno studio di fattibilità commissionato a KPMG dalla Commissione europea nel 2008 ha concluso che non vi sarebbe un risparmio di costi se si passasse dall'attuale sistema europeo del capitale sociale ad un sistema basato sui *solvency tests* (KPMG, *Feasibility study on an alternative to the capital maintenance regime established by the Second Company Law Directive 77/91/EEC of 13 December 1977 and an examination of the impact on profit distribution of the new EU-accounting regime*, 2008, p. 314). Inoltre, è stato da più parti segnalato come il dato statico, per quanto in sé insufficiente ai fini della valutazione dell'equilibrio finanziario della società, deve comunque accompagnarsi al dato dinamico: l'analisi dei flussi di cassa non può prescindere dalla valutazione del livello di indebitamento (cfr. N. BACCETTI, *La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento*, cit., p. 58 e p. 76 nt. 171).

porre l'interesse dei soci in contrasto con l'obiettivo della massimizzazione del valore del patrimonio sociale (v. *supra* §2.1). Conseguentemente, non sarebbe *contra legem* la prosecuzione dell'attività della società in presenza di una sottopatrimonializzazione, purché tale da consentire il rispetto del capitale sociale minimo e da non impedire il perseguimento dell'oggetto sociale ⁽⁶³⁾. L'effetto di tale sottopatrimonializzazione sarebbe soltanto, nella sostanza, quello di esporre gli amministratori ad un elevato rischio di responsabilità risarcitoria in caso di mancata soddisfazione di alcuni creditori ⁽⁶⁴⁾. In questo contesto, in relazione alle specificità della situazione, i soci dovrebbero avere un incentivo a trovare un livello di patrimonializzazione tale da minimizzare la somma tra, da un lato, il costo per i soci derivante dall'apporto di mezzi propri più cospicui e, dall'altro, i costi che essi possono attendersi in termini di minore redditività (per effetto del rischio di eccessiva deterrenza, v. *supra* §2.1) e dalla

⁽⁶³⁾ Al fine di impedire che i soci – tramite la concessione di prestiti in favore della società – possano agevolmente aggirare la causa di scioglimento rappresentata dalla mancanza di mezzi patrimoniali o finanziari sufficienti a conseguire l'oggetto sociale, così determinando una traslazione eccessiva del rischio di impresa sui creditori, l'ordinamento prevede che i finanziamenti concessi dai soci in una situazione di squilibrio patrimoniale e/o finanziario siano soggetti ad un vincolo di “quasi-capitale”, che li pone in una posizione intermedia tra capitale di rischio e capitale di debito sotto il duplice profilo della stabilità della destinazione all'attività sociale e dell'assorbimento delle perdite (artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c.). Il nesso esistente tra la disciplina dei finanziamenti dei soci (la cui applicazione sembra potersi estendere, a determinate condizioni, anche alle società per azioni non eterodirette, cfr. N. BACCETTI, *La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento*, cit., p. 59 nt. 131, cui si rimanda per i richiami dottrinali e giurisprudenziali) e il dovere di mantenimento di un patrimonio non manifestamente inadeguato è stato evidenziato, ancor prima che il legislatore italiano introducesse gli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c. nel 2003, da G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, *Riv. soc.*, 1991, pp. 3 ss. e, ivi, pp. 29 ss., poi ripreso più recentemente ID., *Lezioni pisane*, cit., pp. 63 ss. Posizioni analoghe sul tema sono state espresse da G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria della società in crisi*, cit., p. 643; N. BACCETTI, *op. cit.*, pp. 59 ss.

⁽⁶⁴⁾ In questo senso, sembrerebbe orientarsi anche M. MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, cit., p. 31, ove si sostiene che «qualsiasi tentativo di istituire un nesso giuridicamente rilevante tra mezzi propri e attività d'impresa vada impostato non in via preventiva, ossia discorrendo di un obbligo prospettico dei soci di adeguata o ragionevole capitalizzazione della società, bensì, e in certo qual modo con un rovesciamento della usuale prospettiva, ragionando dei confini imposti dalla effettiva capitalizzazione all'agire degli amministratori e di una loro responsabilità in caso di inosservanza di quei confini». Nello stesso senso, si veda T. BAUMS, *Eigenkapital: Begriff, Aufgaben, Sicherung* in *ZHR*, 175, 2011, pp. 193 ss.

La mancanza di un dovere cogente di mantenimento di un livello adeguato di patrimonializzazione consente, inoltre, di non neutralizzare la valenza segnaletica della decisione dei soci in ordine all'ammontare del capitale sociale. Tale decisione rappresenta, infatti, per i creditori e per i terzi una manifestazione del grado di impegno che i soci intendono assumere direttamente in ordine alla sopportazione del rischio di impresa (cfr. M. MAUGERI, *op. cit.*, pp. 21 ss. e, in specie, p. 25 nt.73).

maggior esposizione degli amministratori al rischio di responsabilità (quale incremento della remunerazione pretesa o quale rischio per i soci che rivestono cariche amministrative di rispondere personalmente e illimitatamente). Gli amministratori che ritenessero di essere esposti ad un rischio eccessivo (ad esempio, per effetto di un sopravvenuto mutamento di indicatori economici della società) dovrebbero proporre all'assemblea di deliberare un aumento di capitale sociale, ridurre il rischio dell'attività (ad esempio, abbandonando determinate linee di produzione) oppure intraprendere una riorganizzazione ⁽⁶⁵⁾.

In merito alla seconda obiezione evidenziata, un tentativo di risposta richiede di mettere in luce il fatto che il capitale sociale non assume rilievo soltanto durante la vita della società, ma svolge anche una funzione *ex ante* di selezione delle iniziative imprenditoriali ⁽⁶⁶⁾. La proliferazione di modelli societari a capitale sociale irrisorio (come la s.r.l., ai sensi dell'art. 2463, comma 3, c.c., o la *Unternehmensgesellschaft* tedesca, prevista dal §5a *GmbHG*) parrebbe spiegarsi, allora, con l'intento di offrire – in un contesto di diffusa recessione – maggiore flessibilità ai soci nella definizione dell'equilibrio più conveniente tra apporto di risorse finanziarie alla società a titolo stabile (imputandole a capitale sociale), apporto a titolo precario (imputandole a riserve o effettuando finanziamenti) ed esposizione a responsabilità degli amministratori, i quali spesso coincidono con gli stessi soci nell'ambito di questi tipi

⁽⁶⁵⁾ La dialettica tra assemblea dei soci e amministratori in merito al livello di patrimonializzazione della società è evidenziata, in termini non dissimili, anche da M. MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, cit., pp. 28 ss. e, in specie, p. 33, nt. 98, il quale segnala come «tra i compiti degli amministratori ricade quello di governare il rischio dell'attività, e prima ancora di allestire un assetto organizzativo che consenta una sua tempestiva rilevazione» e, pertanto, «essi dovranno tener conto del livello di mezzi propri immessi dai soci ed evitare l'assunzione di rischi eccessivi, in quanto sforniti di "capienza" nella patrimonializzazione dell'impresa» (p. 31). In senso analogo, si veda G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria della società in crisi*, cit., p. 637 ss. e M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, cit., p. 163, sebbene quest'ultimo autore si limiti ad identificare «la definizione e il mantenimento di una struttura finanziaria non manifestamente squilibrata» quale un dovere che il legislatore della riforma del diritto societario del 2003 avrebbe dovuto porre specificamente a carico del consiglio di amministrazione.

⁽⁶⁶⁾ Il capitale sociale, infatti, non garantisce ai creditori che la società abbia sempre, in qualsiasi momento, risorse pari a quelle inizialmente conferite al capitale sociale, ma segnala ai creditori e ai terzi l'impegno dei soci a non sottrarre alla società quelle risorse inizialmente conferite per tutta la durata del rapporto sociale. Cfr. M. MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, cit., p. 22.

Per una limpida analisi delle diverse prospettive con cui in capitale sociale viene in rilievo rispetto al momento della costituzione delle società di capitali e all'esercizio dell'attività sociale, si rimanda ad A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, cit., pp. 514 ss.

societari ⁽⁶⁷⁾. In sostanza, si tratta di un sostanziale azzeramento della “barriera selettiva” posta al ricorso a determinati “tipi” di società di capitali, con l’effetto di rimettere al mercato la concreta valutazione di tali iniziative (e della “geometria variabile” nella composizione dei mezzi a disposizione della società), senza che tale valutazione sia rimessa ad un segnale *standard* ⁽⁶⁸⁾. Inoltre, la possibilità di costituire una società apportando al patrimonio sociale mezzi propri in misura irrisoria è controbilanciata dall’obbligo di destinazione di parte degli utili al progressivo incremento delle risorse patrimoniali vincolate all’esercizio dell’attività sociale ⁽⁶⁹⁾ e dall’applicazione della regola della postergazione dei finanziamenti dei soci concessi in una situazione di sottopatrimonializzazione ⁽⁷⁰⁾.

⁽⁶⁷⁾ In sostanza, la scelta di politica legislativa sembra essere stata quella di rinunciare ad un regime vincolante minimo in materia di capitale sociale per alcuni tipi societari (cfr. anche M. MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, cit., p. 57), onde evitare che tale regime possa costituire un elemento disincentivante per la costituzione di nuove società. Tuttavia, la scelta di non condizionare *ex ante* al rispetto di regole minime in tema di dotazione patrimoniale l’accesso al mercato con tipi societari che assicurano il beneficio della responsabilità limitata non significa che l’impresa collettiva non debba osservare, nel corso della sua vita, requisiti che ne assicurino l’adeguata patrimonializzazione (cfr. A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, cit., pp. 514 ss. e, in specie, p. 519). I soci potrebbero così scegliere di apportare risorse finanziarie non imputabili a capitale sociale (e dunque non soggette al principio della fissità del capitale sociale, che ne impedisce una variazione senza modificazione dell’atto costitutivo), effettuare prestiti che, come visto, in una situazione di sottopatrimonializzazione sono trattati come crediti postergati (v. *supra* nt. 63) oppure, semplicemente, accettare che gli amministratori (spesso, in questo caso, gli stessi soci) sopportino un rischio maggiore di rispondere personalmente dell’eventuale insuccesso della loro gestione, potendo trovare limitata protezione nella *business judgment rule* (v. *supra* §2.1). Cfr. G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria della società in crisi*, cit., p. 649.

⁽⁶⁸⁾ Più precisamente, con riferimento ai tipi societari a capitale “irrisorio”, la valutazione da parte dei creditori e dei terzi della credibilità delle iniziative imprenditoriali collettive potrà, da un lato, avvalersi di una rafforzata valenza segnaletica della scelta dei soci in materia di determinazione del capitale sociale dovuta all’ampliamento del margine di discrezionalità ad essi spettante in materia (cfr. *supra* nt. 64) e, dall’altro, non potrà beneficiare della funzione selettiva cui il minimo legale nell’ambito tipi a capitale sociale non irrisorio (cfr. M. MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, cit., p. 66).

⁽⁶⁹⁾ Quando la società a responsabilità limitata è costituita con un capitale sociale inferiore a 10.000 euro, la legge impone di destinare a riserva legale almeno un quinto degli utili netti risultanti dal bilancio approvato sino a che la somma della riserva legale e del capitale sociale abbia raggiunto l’ammontare di 10.000 euro. La riserva legale deve essere reintegrata nella misura necessaria a raggiungere tale ammontare qualora, per effetto di perdite, essa sia intaccata. Un analogo vincolo di patrimonializzazione della società di capitali “a capitale irrisorio” è previsto anche nell’ordinamento tedesco e spagnolo. Cfr. G.B. PORTALE, *La parabola del capitale sociale nella s.r.l. (dall’« importancia cuasi-sacramental » al ruolo di « ferro vecchio »?)*, cit., pp. 815 ss.

⁽⁷⁰⁾ Cfr. E. GINEVRA, *Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla s.r.l. senza capitale)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, pp. 169 ss. e, ivi, p. 177; G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e*

2.3. *Il trasferimento del controllo sul patrimonio della società in crisi. La regola “ricapitalizza, trasforma o liquida”*

Il quadro normativo descritto nei paragrafi precedenti ha la funzione, come visto, di “accompagnare” la società in crisi verso il ripristino della corretta allocazione del controllo sul patrimonio sociale: prima tramite l’esposizione degli amministratori ad un sindacato più penetrante sul loro operato e, dunque, ad un maggior pericolo di incorrere in responsabilità (v. *supra* §2.1); successivamente, quando lo squilibrio finanziario e/o patrimoniale raggiunge la soglia di rilevanza fissata dall’ordinamento (v. *supra* §2.2), il rispetto del principio di correlazione tra potere di controllo e rischio di impresa richiede l’attivazione di un processo finalizzato a trasferire ai creditori il controllo su tutto o parte del patrimonio sociale, salvo che esso venga arrestato da un intervento dei soci che abbia l’effetto di superare la situazione di squilibrio finanziario e/o patrimoniale ⁽⁷¹⁾.

Il processo cui si fa riferimento trova collocazione all’interno dell’ordinamento italiano, come anticipato al §1.2, nella tradizionale regola “ricapitalizza, trasforma o liquida” che si attiva in presenza della perdita del capitale sociale minimo (artt. 2447 e 2482-*ter* c.c.) ⁽⁷²⁾. Invero, tale regola ha visto, negli ultimi anni, estendere in via

struttura finanziaria della società in crisi, cit., p. 612, nt. 23; M. MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, cit., p. 56.

⁽⁷¹⁾ Al riguardo, occorre ricordare che lo squilibrio patrimoniale e quello finanziario, benché spesso componenti in ragione dello stretto legame esistente tra la dimensione patrimoniale e quella finanziaria dell’impresa (v. *supra* nt. 62), possono anche non coesistere rispetto ad una determinata crisi societaria. Non è infatti possibile escludere astrattamente che a fronte di un patrimonio adeguato la società attraversi una situazione di tensione finanziaria o, viceversa, che la società disponga di sufficiente liquidità in presenza di un patrimonio netto insufficiente o, persino, negativo. Cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria dell’impresa in crisi*, cit., pp. 2599; P. BENAZZO, *Crisi d’impresa, soluzioni concordate e capitale sociale*, cit., pp. 277.

⁽⁷²⁾ Il rilievo è condiviso da G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria della società in crisi*, cit., pp. 609 ss. Sul tema, si veda anche in senso analogo A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive*, Milano, 2007, pp. 515 ss. e, ivi, p. 517.

In altri ordinamenti, tra cui in particolare quello tedesco, alla perdita del capitale sociale minimo non è ricondotta la liquidazione *in bonis* della società. Tuttavia, come si è visto, l’esigenza connaturale al modello delle società di capitali di assicurare il trasferimento del controllo ai creditori in presenza di una situazione di squilibrio patrimoniale tale da determinare una traslazione del rischio di impresa sui creditori giudicata, dal punto di vista degli incentivi, eccessiva è assicurata imponendo in tali ipotesi il ricorso ad una procedura concorsuale (è il caso, in Germania, dell’*Überschuldung*, v. *supra* nt. 58).

interpretativa la sua portata anche alle ipotesi in cui lo scioglimento della società dipenda solo da un grave squilibrio finanziario (v. *supra* §2.2), con la conseguenza che alla regola “ricapitalizza, trasforma o liquida” deve ritenersi si sia affiancata una regola “ristabilisci l’equilibrio finanziario o liquida” (per semplicità espositiva, tuttavia, nel prosieguo si farà riferimento solo alla prima formulazione) ⁽⁷³⁾. Per l’effetto, di fronte ad uno squilibrio finanziario e/o patrimoniale tale da determinare lo scioglimento della società, i soci sono chiamati a compiere una scelta: rimuovere direttamente lo squilibrio oppure, ove ciò non avvenga, accettare che il ripristino della corretta allocazione del controllo sul patrimonio sociale avvenga mediante il trasferimento di tutto o parte dello stesso patrimonio ai creditori.

Nel primo caso, il ripristino della correlazione tra potere di controllo e rischio di impresa avviene ordinariamente tramite una soluzione endogena, che non coinvolge i creditori ⁽⁷⁴⁾. Al fine di impedire la liquidazione, i soci possono ricapitalizzare la società in misura pari almeno al minimo legale, trasformare la società in un “tipo” compatibile con la sua situazione patrimoniale ⁽⁷⁵⁾ e/o dotare a vario

⁽⁷³⁾ Dalla previsione dell’ipotesi di scioglimento di cui all’art. 2484, comma 1, n. 2, c.c. per la società finanziariamente o patrimonialmente “impotente” (v. *supra* nt. 52), fa discendere l’esistenza di una regola “ristabilisci l’equilibrio finanziario o liquida” P. BENAZZO, *Crisi d’impresa, soluzioni concordate e capitale sociale*, cit., pp. 278. Nello stesso senso, si esprime G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria della società in crisi*, cit., p. 650, il quale tuttavia associa all’esistenza di tale regola una «svalutazione non soltanto dell’istituto del capitale minimo [...] ma altresì della c.d. regola “ricapitalizza o liquida”».

L’assimilabilità di uno squilibrio patrimoniale e di uno squilibrio finanziario, nella prospettiva del pericolo di traslazione del rischio sui creditori, appare espressamente riconosciuta dal legislatore, il quale ha equiparato la dimensione patrimoniale e quella finanziaria ai fini dell’individuazione dei presupposti normativi per l’applicazione della disciplina dei finanziamenti soci (artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c.).

⁽⁷⁴⁾ La distinzione tra soluzioni *endogene* (ricapitalizzazione o trasformazione) e soluzioni *esogene* (liquidazione e, per effetto dell’evoluzione che ha interessato il diritto concorsuale nell’ultimo decennio, risanamento; v. *infra* nel testo) si deve a P. BENAZZO, *Crisi d’impresa, soluzioni concordate e capitale sociale*, cit., pp. 271.

⁽⁷⁵⁾ In particolare, i soci potrebbero trasformare la società in un diverso tipo sociale che preveda la responsabilità illimitata dei soci, ripristinando la correlazione tra potere di controllo e rischio di impresa, anche laddove l’iniziale apporto sia andato perduto, mediante l’esposizione dei loro patrimoni personali ai costi delle loro scelte imprenditoriali. La sostanziale equivalenza, sotto questo profilo, tra ricapitalizzazione e trasformazione in un tipo societario che preveda la responsabilità illimitata è evidenziata anche da E. BARCELLONA, *La separazione di proprietà e gestione nelle società di capitali: diritti particolari del quotista e «golden shares» di s.p.a.*, cit., pp. 198 ss. Quanto detto, non esclude tuttavia che la trasformazione possa avvenire verso un tipo societario che – pur prevedendo anch’esso la responsabilità limitata dei soci – abbia un requisito minimo di capitale sociale inferiore (nell’ordinamento italiano il riferimento è all’ipotesi di trasformazione di una società per azioni in una società a responsabilità limitata).

titolo la società di altri mezzi al fine di eliminare il grave squilibrio finanziario ⁽⁷⁶⁾. In tutti questi casi, ad ogni modo, è necessario che l'intervento dei soci sia tale da porre la società in condizione di perseguire il suo oggetto sociale ⁽⁷⁷⁾.

Nel secondo caso, ove i soci non ripristinino il rispetto del principio di correlazione tra potere e rischio apportando risorse alla società, l'ordinamento affida tale compito alla liquidazione del patrimonio sociale (salva la possibilità per i soci di ricorrere ad uno degli strumenti di risanamento, di cui si dirà più avanti). La liquidazione del patrimonio sociale può avvenire con due diverse modalità: quando il patrimonio sociale appaia sufficiente a garantire la soddisfazione di tutti i creditori, mediante una liquidazione *in bonis* gestita da soggetti nominati dai soci; quando si renda necessario organizzare il concorso dei creditori in ragione dell'incapienza o dell'illiquidità del patrimonio (e, dunque, in presenza di uno squilibrio finanziario o patrimoniale più intenso di quello sufficiente al fine di determinare lo scioglimento della società⁷⁸⁾, mediante il ricorso ad una procedura concorsuale gestita giudizialmente nell'interesse dei creditori.

⁽⁷⁶⁾ Sul punto, si ricordi che gli eventuali finanziamenti effettuati, in qualsiasi forma, dai soci sono posti, dal punto di vista della sopportazione del rischio di impresa, in una posizione che può essere qualificata come "quasi-capitale". Cfr. *supra* nt. 63.

⁽⁷⁷⁾ In questa prospettiva, non sarebbe, ad esempio, sufficiente per i soci limitarsi a coprire le eventuali perdite e ripristinare il capitale sociale minimo (oppure trasformare la società in un tipo compatibile con la sua situazione patrimoniale) laddove il livello di patrimonializzazione o la situazione finanziaria risultassero, comunque, tali da rendere impossibile per la società il conseguimento dell'oggetto sociale ai sensi dell'art. 2484, comma 1, n. 2, c.c. (cfr. *supra* §2.2). In tal caso, i soci si trovano di fronte all'alternativa tra dotare la società di un patrimonio adeguato oppure modificare l'oggetto sociale in modo da renderlo compatibile con la situazione finanziaria/patrimoniale della società. Sul punto, si veda G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, cit., pp. 71 ss. e, in specie, nt. 116, ove sono riportati anche ampi riferimenti storici, giurisprudenziali e comparatistici. Nello stesso senso, cfr. F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, cit., pp. 280 ss.; G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria della società in crisi*, cit., pp. 648-649, p. 652; A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, cit., p. 533.

⁽⁷⁸⁾ La sostanziale omogeneità, dal punto di vista qualitativo, tra il presupposto della liquidazione *in bonis* e quello del fallimento non si pone, a ben vedere, in contrasto con la scelta del legislatore della riforma societaria del 2003 di escludere la dichiarazione di fallimento dal novero delle cause di scioglimento previste per le società di capitali. Tale scelta, infatti, sembrerebbe doversi ricondurre a ragioni di ordine pratico volte ad evitare che si renda necessaria la nomina di liquidatori, superflua alla luce del fatto che il fallimento predispone una propria organizzazione per la gestione del processo di trasferimento del controllo sul patrimonio ai creditori (v. *infra* nel testo) e a non compromettere la capacità riorganizzativa della società, estesa anche al fallimento (si pensi alla possibilità riconosciuta alle società sottoposte a procedure concorsuali di attuare operazioni straordinarie, v. *infra* §3, e alla possibilità, nell'ambito di un concordato fallimentare, di attribuire azioni

Nel caso della liquidazione *in bonis*, il procedimento di trasformazione in denaro del patrimonio sociale e di distribuzione del ricavato ai creditori rimane gestito dai soci (seppur indirettamente, per mezzo di liquidatori da questi nominati ai sensi dell'art. 2487 c.c.). Ciò è coerente con il fatto che i creditori, avendo l'aspettativa di una soddisfazione integrale nei termini contrattualmente pattuiti, sono tendenzialmente indifferenti rispetto alle modalità con cui la liquidazione è svolta. In questi casi, infatti, lo squilibrio finanziario e/o patrimoniale non è accompagnato da un'attuale insufficienza patrimoniale o dall'insolvenza, ma dal semplice pericolo – come visto, valutato in astratto dal legislatore (v. *supra* §2.2) – che in una prospettiva dinamica di continuazione dell'attività sociale il rischio di impresa venga traslato in misura eccessiva sui creditori.

Più di frequente, nel momento in cui la crisi emerge e dopo che sia stato accertata l'impraticabilità di soluzioni endogene, lo squilibrio finanziario e/o patrimoniale risulta ormai di gravità tale da richiedere il ricorso ad una procedura concorsuale ⁽⁷⁹⁾. Il ricorso ad uno strumento di trasferimento ai creditori del controllo

ai creditori, cfr. art. 124, comma 2, lett. c, l.f.). Cfr. G. FERRI JR, *Fallimento e scioglimento delle società*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, pp. 1 ss. e, ivi, pp. 8-9; F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, cit., p. 294 ss.; L. TRONCI, *Perdita della continuità aziendale e strategie di risanamento*, in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 1269 ss. e, ivi, p. 1281; N. BACCETTI, *La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento*, cit., p. 15. In questa prospettiva, il fallimento opera dunque come un'ipotesi «*implicita di sospensione dell'operatività della disciplina dello scioglimento e liquidazione in costanza dell'esecuzione concorsuale; la quale riprenderà il suo vigore [...] ove [...] residui un patrimonio da destinare eventualmente all'attività economica o alla ripartizione tra i soci in sede di liquidazione ordinaria*» (così, F. BRIZZI, *op. cit.*, p. 295).

⁽⁷⁹⁾ L'insolvenza, che costituisce presupposto oggettivo del fallimento (art. 5 l.f.), si declina come una situazione di squilibrio finanziario non superabile con mezzi ordinari nei termini imposti dall'ordinaria scadenza dei debiti (Cass., sez. I, 26 febbraio 1990, n. 1439, in *Giur. comm.*, 1991, II, pp. 366 ss.). Tuttavia, «*lo stato di insolvenza di una società commerciale in liquidazione, quale presupposto per la dichiarazione di fallimento, si realizza in presenza di una situazione d'impotenza, non transitoria, a soddisfare le proprie obbligazioni, dipendente dalla inadeguatezza delle risorse attive rispetto all'esposizione debitoria*» e, dunque, in presenza di uno squilibrio patrimoniale, in considerazione del fatto che tale società non si propone restare sul mercato ma ha «*come esclusivo obiettivo quello di provvedere al soddisfacimento dei creditori previa realizzazione delle attività, e alla distribuzione dell'eventuale residuo tra i soci*» (così Trib. Cagliari, sez. civ., 31 marzo 2015, n. 56, pubblicata il 28 aprile 2015 su www.ilfallimentarista.it; nello stesso senso Cass., sez. 1, 14 ottobre 2009, n. 21834, in *Dir. fall.*, 2011, II, 208 ss. e Tribunale Tivoli, sez. fall., 21 luglio 2010, n. 33, in *Giur. comm.*, 2012, II, 188 ss., con nota adesiva sul punto di G. RACUGNO).

Altri ordinamenti, tra cui quello svizzero, ricollegano invece il presupposto dell'applicazione dei meccanismi di trasmissione del controllo direttamente all'incapienza patrimoniale o, come nel caso degli Stati Uniti, ad entrambi i fenomeni (*balance-sheet insolvency* e *cash-flow insolvency*). Come vedremo (*infra* Cap. II, §7.1), quest'ultima è la scelta fatta dalla direttiva 2014/59/UE all'art. 32, par. 4, recepito dal nostro legislatore all'art. 17, comma 2, del d.lgs. 15 novembre 2015, n. 180.

diverso rispetto alla liquidazione ai sensi degli artt. 2484 ss. c.c. si spiega, in questi casi, sia alla luce degli incentivi cui sono esposti i soci ⁽⁸⁰⁾, sia di quelli cui sono esposti i creditori sociali ⁽⁸¹⁾. Il diritto concorsuale risulta, pertanto, principalmente preordinato alla creazione di un'organizzazione finalizzata a trasferire il controllo sul patrimonio ai creditori, a consentire che questi ultimi possano incidere in maniera coordinata sul processo di trasformazione in denaro mediante il quale è attuato il trasferimento e, in ultima istanza, a soddisfare la loro pretese ⁽⁸²⁾.

Il prototipo di tali organizzazione è, soprattutto per ragioni storiche, la procedura di fallimento (e le corrispondenti procedure previste da tutti gli ordinamenti moderni), in forza della quale il patrimonio del debitore è liquidato – in via atomistica o in blocco – sotto il controllo dell'autorità giudiziale, con destinazione del ricavato ai creditori secondo la gradazione delle rispettive pretese e in base ad un principio di pari trattamento tra crediti pariordinati. Tuttavia, come si vedrà più ampiamente al Capitolo IV §3, l'origine processualistica di tale procedura, l'eredità

⁽⁸⁰⁾ Si è in più occasioni rilevato come la crisi delle società esponga i soci ad incentivi distorti, potenzialmente contrastanti con l'interesse dell'ordinamento alla creazione di ricchezza (v. *supra* §1.2).

⁽⁸¹⁾ Se non si precludessero iniziative esecutive individuali dei creditori tramite la predisposizione di un'organizzazione volta alla loro soddisfazione coordinata, si finirebbe per porre incentivi individuali che, collettivamente considerati, si risolverebbero in condotte inefficienti e distruttive di valore (cfr. L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., p. 54; T.H. JACKSON, *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press, 1986, p. 10). Più precisamente, il singolo creditore avrebbe un evidente interesse ad agire il prima possibile in esecuzione forzata, in presenza di un criterio di soddisfazione che nell'ambito delle procedure esecutive individuali risulta sostanzialmente fondato sulla priorità temporale (cfr. art. 528, comma 1, c.p.c., anche in considerazione della legittimazione riconosciuta dall' art. 499, comma 1, c.p.c.; art. 2901, comma 3, c.c.). Ciò, in molti casi, con l'effetto di condurre alla disgregazione del complesso aziendale risultante dall'espropriazione di beni strumentali all'impresa e alla conseguente diminuzione del valore complessivo del patrimonio sociale in danno della generalità dei creditori. Tale fenomeno, spesso indicato come *tragedy of commons*, può ricondursi ad un tipico "dilemma del prigioniero" (sul quale, in generale, si veda A. RAPOPORT, A. CHAMMAH, *Prisoner's Dilemma*, University of Michigan Press, 1965).

⁽⁸²⁾ La funzione delle procedure concorsuali di sottrazione del controllo sul patrimonio sociale ai soci, ormai non più titolari di pretese residuali per effetto delle perdite, e di trasferimento dello stesso ai creditori, divenuti i reali *residual claimants* della società è ampiamente riconosciuta in dottrina. Si rinvia, in merito, a L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., pp. 50 ss.; H. EIDENMÜLLER, *Die Eigenverwaltung im System des Restrukturierungsrechts*, in ZHR, 2011, pp. 12 ss. e, ivi, pp. 14 ss.; L. PANZANI, *Sorte della partecipazione dei vecchi soci in caso di ristrutturazione di società insolventi*, cit., p. 84; E. BARCELLONA, *La separazione di proprietà e gestione nelle società di capitali: diritti particolari del quotista e «golden shares» di s.p.a.*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, dir. da Campobasso, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, Milano 2014, pp. 175 ss. e, ivi, p. 219; B. LIBONATI, *Prospettive di riforma sulla crisi di impresa*, cit., p. 332; F. ZENDER, *Optimal Financial Instruments*, in *Journal of Finance*, 46, 1991, pp. 1645 ss. e, ivi, p. 1656.

dell'ormai archiviata funzione punitiva e una diffusa concezione proprietaria dell'investimento dei soci ⁽⁸³⁾ hanno storicamente posto un limite al pieno riconoscimento di un potere dei creditori di influenzare il processo di trasferimento del controllo ⁽⁸⁴⁾ e ristretto l'operare del diritto concorsuale al solo patrimonio, impedendo soluzioni diverse dalla liquidazione in grado di meglio conservare il valore del patrimonio (v. *infra* §3.1).

Su tali aspetti, parzialmente comuni anche ad altri strumenti concorsuali, è intervenuto più volte, nell'ultimo decennio, il legislatore con modifiche al diritto concorsuale che hanno portato, oltre ad un ampliamento delle possibilità riorganizzative nell'ambito del fallimento, anche al potenziamento di strumenti alternativi al fallimento e all'introduzioni di nuovi strumenti di questo tipo (v. *infra*

⁽⁸³⁾ Si pensi che, solo poco più di quaranta anni fa, F. FERRARA JR., *Il fallimento*, Milano, 1974, affermava, nella prefazione alla sua monografia, che il fallimento «per un verso è sanzione personale e per un verso è una esecuzione collettiva». Tale origine ha avuto un ruolo decisivo nel conformare il fallimento come una forma collettiva di esecuzione forzata. Per un completo *excursus* storico sull'evoluzione della funzione del diritto fallimentare e, in particolare, al superamento della concezione punitiva delle procedure concorsuali, si rimanda a L. STANGHELLINI, *La genesi e la logica della legge fallimentare del 1942*, in *La cultura negli anni '30*, a cura di G. Morbidelli, Firenze, 2014, pp. 142 ss.; F. D'ALESSANDRO, "L'inutil precauzione?" (Ovvero: dell'insolvenza come esternalità e della funzione profilattica del capitale), in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, pp. 343 ss.

In merito alla concezione proprietaria dell'investimento azionario, si rinvia a quanto si dirà nel Capitolo IV in ordine alla protezione costituzionale dei diritti dei soci, storicamente ricondotta al diritto di proprietà, e all'attuale indebolimento della tradizionale classificazione tra capitale di rischio e capitale di debito (v. *infra* Cap. IV. §§6.1 e 7.2).

⁽⁸⁴⁾ Sebbene si sia assistito nell'ultimo decennio ad un rafforzamento dei poteri dei creditori nell'ambito della procedura di fallimento, il loro ruolo nel processo di trasferimento del controllo appare ancora limitato. La gestione dell'impresa spetta, infatti, al curatore fallimentare, il quale gestisce sostanzialmente l'intera procedura, sotto il controllo indiretto dei creditori cui è attribuito un limitato potere di disciplina (cfr. art. 37-*bis*, comma 1, art. 40 e artt. 35, 72 e 104 l.f.) e la supervisione – a diversi livelli – del giudice delegato e del tribunale fallimentare. Un ruolo maggiore dei creditori emerge, tuttavia, nell'ipotesi in venga proposto un concordato fallimentare (artt. 124 ss. l.f.). In ogni caso, la disciplina della procedura di fallimento riduce significativamente i margini di discrezionalità gestoria dei creditori rispetto a quelli di cui godono i soci durante l'ordinaria vita di una società (ad esempio, i creditori, nominando un curatore diverso, non potrebbero certo sollecitare una gestione dell'impresa non orientata alla liquidazione e finalizzata alla prosecuzione *sine die* dell'attività nell'interesse dei creditori).

Si noti che la mancanza di un potere di disciplina dei creditori sul giudice delegato e sul tribunale fa sì che, non di rado, si riscontrino, con riferimento a tali organi della procedura, problemi di c.d. agenzia. Il giudice delegato e il tribunale sono, infatti, spesso mossi nella pratica da interessi diversi (quali, ad esempio, la conservazione di posti di lavoro e il proprio interesse reputazionale) rispetto alla massimizzazione del valore di realizzo per i creditori, che il sistema configura quale interesse prioritario cui deve essere orientata la loro azione.

§3.2) ⁽⁸⁵⁾. Non è questa la sede per esaminare tali interventi di riforma, essendo qui sufficiente rilevare come gli strumenti alternativi al fallimento incidano sulla tradizionale declinazione della regola “ricapitalizza, trasforma o liquida”. Infatti, in presenza di un superamento delle soglie di rilevanza dello squilibrio finanziario o patrimoniale menzionate *supra* al §2.2, ove la situazione economica della società si qualifichi, altresì, come “stato di crisi” ⁽⁸⁶⁾, gli amministratori sono chiamati a ricorrere ad un concordato preventivo o ad un accordo di ristrutturazione dei debiti, laddove ciò corrisponda all’obiettivo della massimizzazione del valore del patrimonio sociale

⁽⁸⁵⁾ La cifra essenziale di questi interventi è stata efficacemente definita come quella di «portare il mercato dentro il fallimento» (cfr. M. FABIANI, *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Milano, 2009, p. 70), ovvero sia di affievolire il carattere pubblicistico delle procedure concorsuali riducendo gli spazi per l’autorità giudiziaria. Cfr. A. MAZZONI, *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell’impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, cit., p. 821 ss. Al riguardo, occorre osservare, tuttavia, che il processo di superamento degli elementi di rigidità imposti da una concezione processualistica delle procedure concorsuali appare tuttora incompleto (sul tema, si veda *infra* §3.2).

⁽⁸⁶⁾ Per «stato di crisi» deve intendersi, oltre all’insolvenza (art. 160, comma 2, l.f.), anche uno stato di difficoltà economico-finanziaria non necessariamente destinato ad evolversi nella definitiva impossibilità di adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni (Cass. civ., 6 agosto 2010, n. 18437, in *Giur. comm.*, 2011, II, 873 ss.). Lo stato di crisi ricomprende, dunque, ipotesi che possono coincidere con quello squilibrio patrimoniale o finanziario cui, per le società di capitali, si ricollega il verificarsi di una causa di scioglimento (v. *supra* §2.2). Ciò appare, peraltro, confermato dalla previsione contenuta all’art. 182-*sexies* l.f. (introdotto dall’art. 33 del d.l. 22 giugno 2012, n. 83, conv. con l. 7 agosto 2012, n. 134), che ha sospeso l’operare della causa di scioglimento prevista per la perdita del capitale sociale minimo (art. 2484, comma 1, n. 4, c.c.) in conseguenza della presentazione di una domanda di ammissione alla procedura di concordato preventivo, anche con riserva *ex* art. 161, comma 6, l.f., oppure di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti. La *ratio* sottostante alla previsione dell’art. 182-*sexies* appare quella di impedire che lo scioglimento della società ostacoli il tentativo di risanamento (cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria dell’impresa in crisi*, cit., p. 2599 ss.).

In questa prospettiva, deve ritenersi che la portata sospensiva dell’operatività della disciplina dello scioglimento e della liquidazione – prevista espressamente dall’art. 182-*sexies* per la perdita del capitale sociale minimo – si estenda implicitamente anche al caso in cui il presupposto dello scioglimento sia integrato da uno squilibrio finanziario o da una sottopatrimonializzazione che, pur nel rispetto del minimo legale, renda impossibile per la società il conseguimento dell’oggetto sociale (cfr. U. TOMBARI, *Principi e problemi di “diritto societario della crisi?”*, in *Diritto societario e crisi di impresa*, a cura di U. Tombari, Torino, 2014, pp. 5 ss. e, ivi, p. 6; F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, cit., p. 296). Un’interpretazione alternativa – che, comunque, raggiunge un risultato corrispondente – è quella secondo cui la presentazione di una domanda di concordato preventivo o di omologazione di un accordo di ristrutturazione dei debiti rimuove la causa di scioglimento *ex* art. 2484, comma 1, n. 2, essendo tali strumenti idonei a rimuovere la situazione di squilibrio patrimoniale e/o finanziario all’origine dell’impossibilità sopravvenuta di conseguire l’oggetto sociale. Cfr. C. CINCOTTI, F. NIEDDU ARRICA, *La gestione del risanamento nelle procedure di concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 1238 ss. e, ivi, p. 1246.

che gli amministratori sono tenuti a perseguire (v. *supra* §2.1) ⁽⁸⁷⁾. Si tratta di soluzioni esogene ad uno squilibrio finanziario e/o patrimoniale che permettono di ripristinare un livello adeguato di mezzi propri tramite la riqualificazione dei mezzi altrui (per effetto, ad esempio, della sopravvenienza attiva derivante dallo stralcio delle pretese di alcuni creditori o dalla loro conversione in partecipazioni sociali) ⁽⁸⁸⁾. In tal modo, gli strumenti alternativi al fallimento consentono di impedire la liquidazione (così come accade nel caso delle soluzioni endogene), con il risultato ultimo di imporre una regola “ricapitalizza, trasforma, risana o liquida” ⁽⁸⁹⁾.

⁽⁸⁷⁾ Ciò nella pratica può accadere molto spesso poiché i costi connessi alla trasformazione del patrimonio in denaro, soprattutto quando ciò avvenga in maniera disaggregata, impongono agli amministratori di cercare risposte alternative alla liquidazione della società. Per alcuni spunti in questo senso, si veda N. ABRIANI, *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, cit., p. 378; C. CINCOTTI, F. NIEDDU ARRICA, *La gestione del risanamento nelle procedure di concordato preventivo*, cit., p. 1242-1243.

⁽⁸⁸⁾ Sebbene in un diverso contesto, G. BOZZA, *Le proposte e offerte concorrenti*, in *Fallimenti & Società*, 2015, p. 10, reperibile all'indirizzo www.fallimentiesocieta.it/sites/default/files/F%26S_Saggio_Bozza_2015_II.pdf, esclude che il concordato con continuità diretta possa rientrare nel novero di quelle che si sono definite come le soluzioni esogene ad una situazione di rilevante disallineamento tra potere di controllo e rischio di impresa. Tale autore, infatti, afferma che il concordato con continuità diretta avrebbe «lo scopo di produrre coattivamente il trasferimento dei beni attraverso cui permettere il passaggio dei poteri di controllo ai creditori investitori», anziché «quello completamente opposto di consentire al debitore di realizzare il risanamento dell'impresa e mantenere la proprietà dei beni, tranne quelli non funzionali all'esercizio dell'attività». Tale lettura non sembra condivisibile, in primo luogo in quanto essa comporta l'individuazione, nell'ambito dell'istituto unitario del concordato preventivo, di due figure con funzioni totalmente diverse (addirittura “opposte”, secondo l'autore): da un lato, il concordato con continuità diretta e, dall'altro, tutte le altre ipotesi di concordato preventivo. Inoltre, ritenere che la funzione del concordato preventivo con continuità diretta sia quella di «consentire al debitore di [...] mantenere la proprietà dei beni» appare in contrasto con i principi della responsabilità patrimoniale e, in particolare, con l'art. 2740 c.c., secondo cui «Il debitore risponde dell'adempimento delle obbligazioni con tutti i suoi beni presenti e futuri». Infatti, a mente di tali principi, in presenza di un pagamento non integrale dei creditori, il mantenimento della proprietà da parte del debitore non può rappresentare un obiettivo, ma può tutt'al più costituire una delle modalità con cui soddisfare in modo più efficiente i creditori («funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori», v. art. 186-bis, comma 2, lett. b, l.f.) per effetto del maggior valore creato dal mantenimento della continuità e dalla cooperazione dell'imprenditore-debitore (v. *infra* nel testo). Infine, a conferma del fatto che l'obiettivo della procedura di concordato preventivo – anche quando preveda la continuità diretta – è quello di trasferire il controllo ai creditori (e non, invece, proteggere il diritto di proprietà del debitore, che deve necessariamente cedere di fronte ai diritti dei creditori), deve considerarsi che i creditori sono liberi di rigettare la proposta dell'imprenditore/debitore quando non la ritengano conveniente e di espropriare il suo patrimonio mediante la liquidazione fallimentare.

⁽⁸⁹⁾ In questo senso, R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, cit., p. 326, secondo il quale «occorre prendere atto che ormai alla regola “ricapitalizza o liquida” è stata sostituita quella “risana, ricapitalizza o liquida”. Di fronte alle perdite che erodono il capitale sociale portandolo al di sotto della soglia legislativamente prevista, l'alternativa alla liquidazione (oltre alla trasformazione) è, accanto alla ricapitalizzazione, il risanamento mediante concordato preventivo o accordo di ristrutturazione dei debiti, nell'ambito dei quali, naturalmente,

L'estensione del novero delle soluzioni esogene a disposizione di una società di capitali in caso di squilibrio finanziario e/o patrimoniale – sebbene attenui la rigidità della scelta alternativa tra ricapitalizzazione (o trasformazione), da un lato, e, dall'altro, liquidazione ⁽⁹⁰⁾ – appare ancora inadeguata a garantire in tutte le circostanze forme efficienti di trasferimento del controllo ai creditori. In particolare, gli strumenti di risanamento – ripristinando l'equilibrio tra mezzi propri e mezzi altrui, mediante il sacrificio di questi ultimi – realizzano un trasferimento di valore da parte dei creditori in favore dei soci che quasi mai appare per intero giustificabile ⁽⁹¹⁾. Ciò, come si dirà nel prossimo paragrafo, è la conseguenza della tradizionale mancanza di coordinamento tra diritto societario e concorsuale cui, solo recentemente, il legislatore ha iniziato a porre rimedio.

3. Il difettoso coordinamento tra diritto societario e concorsuale

Il diritto societario e il diritto concorsuale trovano un punto di contatto nell'ambito delle soluzioni che si sono definite come “esogene”, in quanto prevedono il coinvolgimento dei creditori (v. *supra* §2.3). In queste ipotesi, le norme che regolano il fenomeno societario e quelle relative al concorso dei creditori trovano contestuale applicazione rispetto alla società in crisi. Ciò, a prima vista, non sorprende affatto: l'attività sociale di impresa è un fenomeno unitario nella sua sostanza economica, che si sviluppa lungo l'arco della vita societaria senza discontinuità. Ciò che sorprende è che, storicamente, tale fenomeno unitario sia stato sempre disciplinato da norme non

possono trovare spazio ipotesi di ricapitalizzazione». Analogamente sul punto, si veda anche N. BACCETTI, La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento, cit., p. 10.

⁽⁹⁰⁾ L'inefficienza di tale regola è stata da più parti e sotto più profili sottolineata: essa pone i soci di fronte ad una netta alternativa tra ricapitalizzare o trasformare la società (scelta che può, talvolta, essere preclusa da contingenze quali la scarsa disponibilità di mezzi o l'avversione al rischio di alcuni dei soci) oppure procedere alla liquidazione della società (che, imponendo per la sua durata una gestione conservativa, impedisce di cogliere opportunità di investimento suscettibili di creare ricchezza). In questo senso, si veda L. PANZANI, *Sorte della partecipazione dei vecchi soci in caso di ristrutturazione di società insolventi*, cit., p. 87; N. BACCETTI, *La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento*, cit., pp. 27 ss.; P. BENAZZO, *Crisi d'impresa, soluzioni concordate e capitale sociale*, cit., pp. 279-280. Critico rispetto a questa situazione definita come di “*all or nothing*” anche J.C. COFFEE JR., *Bail-Ins Versus Bail-Outs: Using Contingent Capital to Mitigate Systemic Risk*, cit.

⁽⁹¹⁾ Tale trasferimento di valore, infatti, non riflette o, comunque, eccede molto spesso il valore degli attivi non espropriabili che i creditori possono essere interessati ad acquisire dai soci. Si veda *infra* al §3.1, in fine.

coordinate tra loro: quando la società è *in bonis*, essa è considerata dal diritto societario come una realtà dinamica dotata di soggettività e di un centro decisionale autonomo (si ricordi quanto detto *supra* al §1.1); quando la società si trova in una situazione di crisi, emerge la prospettiva statica della responsabilità patrimoniale regolata dal diritto concorsuale come forma di esecuzione forzata collettiva (v. *supra* §2.3) ⁽⁹²⁾.

I prossimi paragrafi affronteranno, quindi, il tema dell'interazione tra diritto societario e fallimentare. Al riguardo, ci si concentrerà in particolare sul ruolo dei soci nell'ambito delle operazioni sul capitale e delle operazioni straordinarie riguardanti società in crisi (*infra* §3.1) ⁽⁹³⁾, esaminando i recenti interventi del legislatore italiano volti a ridurre il potere di veto dei soci sulle operazioni che coinvolgono il soggetto-società (*infra* §3.2) e inquadrando tali interventi nell'ambito di una più ampia tendenza internazionale volta al superamento del "monopolio" dei soci sulla struttura organizzativa della società in crisi (v. *infra* §3.3). Infine, si accennerà anche ad un'ipotesi interpretativa che, facendo leva sui principi generali dell'ordinamento, potrebbe già adesso ridurre l'incidenza del potere di veto dei soci per effetto della possibilità di configurare una responsabilità dei soci per la mancata adozione di una delibera assembleare necessaria al risanamento della società (*infra* §3.4).

3.1. Il "monopolio" dei soci sul soggetto-società

Il risultato del mancato coordinamento tra diritto societario e diritto fallimentare è che questi due corpi normativi operano, tradizionalmente, su piani formalmente diversi: per il primo, quello dello strumento societario; per il secondo, quello del patrimonio ⁽⁹⁴⁾.

⁽⁹²⁾ Sul tema del coordinamento tra diritto societario e diritto concorsuale, solo per citarne alcuni, U. TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, cit., pp. 5 ss.; M. MIOLA, *Sub art. 182-sexies*, in *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Commento per articoli*, a cura di A. Nigro, M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2014, p. 481.

⁽⁹³⁾ La categoria delle operazioni societarie straordinarie, mutuata dalle scienze aziendalistiche, ha rilievo meramente descrittivo e ricomprende, secondo la comune accezione, le operazioni di fusione, scissione e trasformazione. Cfr. G. PALMIERI, *Operazioni straordinarie «corporative» e procedure concorsuali: note sistematiche e applicative*, in *Fallimento*, 2009, pp. 1092 ss. e, ivi, p. 1093.

⁽⁹⁴⁾ La diversità dei piani sui cui operano diritto fallimentare e diritto societario è segnalata, tra gli altri, da F. GUERRERA, M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni di «riorganizzazione»*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 17 ss. e, ivi, p. 33, p. 42; U. TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, cit., p. 6; M. FABIANI, *Diritto fallimentare. Un profilo organico.*, Bologna, 2011, pp. 505 ss.; F. CASALE, *Il concordato fallimentare delle società*, cit., p. 1528; M. MIOLA, *Sub art. 182-sexies*, cit., p. 481; L. BOGGIO,

Conseguentemente, da un lato, anche quando i creditori hanno assunto ormai una posizione sostanzialmente residuale per effetto delle perdite, il potere di disporre operazioni incidenti sullo strumento societario resta sottoposto al “monopolio” dei soci. Ciò in un contesto che – per effetto della perdita dell’investimento dei soci, in un regime caratterizzato dalla limitazione della responsabilità per i debiti sociali – vede i soci esposti ad un sistema di incentivi distorto (v. *supra* §1.2). Dall’altro, i poteri dei soci vengono, di fatto, svuotati di contenuto economico tramite lo spossessamento totale o, in caso di concordato preventivo, soltanto “attenuato” del patrimonio sociale in favore dei creditori.

L’assetto che si viene così a creare fa sì che, in assenza della collaborazione dei soci, il trasferimento ai creditori del controllo sul patrimonio sociale possa avvenire, di regola, soltanto mediante la sua trasformazione in denaro e la distribuzione del ricavato ai creditori.

Sino a tempi recenti il legislatore italiano non è intervenuto su questo assetto di poteri. La riforma organica del diritto societario del 2003 e quella del diritto fallimentare del 2005-2006 si sono limitate a rimuovere il fallimento dalle cause di scioglimento delle società di capitali con l’intento di non ostacolare soluzioni riorganizzative ⁽⁹⁵⁾ e a sopprimere alcuni limiti precedentemente esistenti con riferimento al compimento di operazioni straordinarie e ad altre operazioni tali da modificare la struttura finanziaria della società (ad esempio, operazioni sul capitale quali l’emissione di partecipazioni sociali o strumenti finanziari in favore dei creditori) nel contesto della riorganizzazione delle società di capitali in crisi ⁽⁹⁶⁾. Tuttavia, una

Amministrazione e controllo delle società di capitali in concordato preventivo (dalla domanda all’omologazione), in (Aa.Vv.) *Amministrazione e controllo nel diritto dell’impresa*, Torino, 2010, pp. 870 ss. e, ivi, pp. 883 ss.; F. DI MARZIO, *Il diritto negoziale della crisi di impresa*, Milano, 2011, p. 24; A. NIGRO, D. VATTERMOLI, *Diritto della crisi delle imprese*, Bologna, 2009, pp. 303 ss.

In particolare, G. FERRI JR, *La struttura finanziaria della società in crisi*, in *RDS*, 2012, pp. 477 ss. prendendo atto della strutturale inidoneità delle tradizionali procedure concorsuali ad incidere sull’organizzazione interna della società e osservando, in maniera condivisibile, tale caratteristica conduca «[a]ll’esito, per certi versi paradossale, che l’apertura di una procedura concorsuale a carico della società dovrebbe rappresentare una vicenda di per sé del tutto irrilevante, o comunque priva di rilevanza diretta, nei confronti dei suoi soci, alla quale cioè costoro finirebbero per restare in quanto tali indifferenti» (p. 480), formula una proposta interpretativa della vigente disciplina che, per molti aspetti, anticipa l’intervento del legislatore attuato con il d.l. n. 27 giugno 2015, n. 83, conv. in l. 6 agosto 2015, n. 132 (su cui, si veda infra al §3.2).

⁽⁹⁵⁾ Sul punto, si veda quanto già detto *supra* §2.3, nt. 78.

⁽⁹⁶⁾ In particolare, nell’ambito della riforma organica del diritto societario realizzata con il d.lgs. n. 6/2003, è stata eliminata la previsione secondo cui «la partecipazione alla fusione [o alla scissione]

volta eliminati questi limiti – ponendo così i presupposti per il ricorso ad operazioni di riorganizzazione dello strumento societario nell’ambito delle procedure concorsuali – il legislatore non si è curato di coordinare la disciplina di tali procedure con le norme societarie che regolano tali operazioni ⁽⁹⁷⁾. In particolare, non è stato adeguato all’ipotesi di sottoposizione di una società a procedura concorsuale il complesso di norme che dispone, in via ordinaria, che le decisioni che incidono sull’organizzazione giuridica della società (quali le operazioni sul capitale e le operazioni straordinarie) rientrano tra le competenze dell’assemblea dei soci (artt. 2365 e 2479 ss. c.c.), salva la limitata possibilità di concedere una specifica delega agli amministratori (artt. 2443 e 2481 c.c.).

Se il potere esclusivo degli azionisti in ordine alle modifiche alla struttura societaria appare coerente quando essi si trovino effettivamente in posizione residuale

non è consentita alle società sottoposte a procedure concorsuali» (artt. 2501, comma 2, e 2504-septies, comma 2, c.c., nel testo previgente), mentre si è espressamente ammessa la trasformazione in pendenza di una procedura concorsuale *«purché non vi siano incompatibilità con le finalità o lo stato della stessa»* (art. 2499). Inoltre, ancor più significativamente nella nostra prospettiva, la riforma del diritto fallimentare del 2005-2006 ha detipizzato il contenuto della proposta di concordato fallimentare (art. 124, comma 2, lett. c) e di concordato preventivo (art. 160, comma 1, lett. a), ammettendo che con essa si possa prevedere la *«soddisfazione dei crediti attraverso qualsiasi forma, anche mediante cessione dei beni, accollo, o altre operazioni straordinarie, ivi compresa l’attribuzione ai creditori, nonché a società da questi partecipate, di azioni, quote, ovvero obbligazioni, anche convertibili in azioni, o altri strumenti finanziari»*.

Il nesso esistente tra, da un lato, la rimozione del divieto di compiere operazioni straordinarie nell’ambito delle procedure concorsuali da parte del d.lgs. n. 6/2003 (*“Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative”*) e, dall’altro, la detipizzazione delle soluzioni concordatarie ad opera del d.l. n. 35/2005, convertito in l. n. 80/2005, è stato messo in luce da più parti in dottrina: G. SANTONI, *Contenuto del piano di concordato preventivo e modalità di soddisfacimento dei creditori*, in (Aa.Vv.) *Le soluzioni concordate delle crisi di impresa*, Torino, 2007, pp. 55 ss.; F. GUERRERA, M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni di «riorganizzazione»*, cit., pp. 18 ss.; G. PALMIERI, *Operazioni straordinarie «corporative» e procedure concorsuali: note sistematiche e applicative*, cit., p. 1094.

⁽⁹⁷⁾ Il mancato coordinamento tra diritto societario e diritto fallimentare appare ancor più criticabile considerando che *«il necessario coordinamento con le altre disposizioni vigenti, ivi comprese quelle in tema di crisi dell’impresa»* era espressamente previsto dalla stessa legge delega di riforma del diritto societario (art. 1, comma 2, l. n. 366/2001).

In un primo momento, le difficoltà di coordinamento avevano invece fornito terreno fertile per lo sviluppo di un orientamento dottrinale volto a limitare la portata del principio di compatibilità tra operazioni straordinarie e procedure concorsuali, espressamente affermato dalle riforme del diritto societario e fallimentare. Solo per citarne alcuni interpreti di tale orientamento. Cfr. C. SANTAGATA, R. SANTAGATA *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, dir. da G.E. Colombo, G.B. Portale, VII, t. 1, Torino, 2004, pp. 37 ss., F. GUERRERA, *Le competenze degli organi sociali nelle procedure di regolazione negoziale della crisi*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 1114 ss. e, ivi, p. 1133, G. MOSCA, *Sub art. 2499 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, dir. da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2006, pp. 29 ss. e, ivi, p. 30 e, seppur in misura più moderata, anche G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, dir. da G.E. Colombo, G.B. Portale, VII, t. 2, pp. 86 ss.

(v. *supra* §1.1) ⁽⁹⁸⁾, lo stesso non può dirsi quando la liquidazione avvenga tramite una procedura concorsuale destinata, salvo casi eccezionali, a lasciare in tutto o in parte insoddisfatti alcuni creditori. Infatti, nell'ipotesi in cui si applichi una procedura concorsuale, la possibilità di trasferire ai creditori il controllo sul patrimonio sociale sfruttando la preesistente struttura societaria potrebbe condurre, in moltissimi casi, ad una soddisfazione migliore dei creditori ⁽⁹⁹⁾. Tuttavia, poiché in questi casi l'investimento dei soci è, quasi sempre, ormai integralmente perduto e, pertanto, il patrimonio sociale risulta destinato per intero ai creditori, i soci non hanno nessun incentivo (quantomeno legittimo) a deliberare un'operazione dalla quale finirebbero per non beneficiare. Il loro interesse individuale non coincide con l'interesse generale alla creazione di ricchezza (o alla sua migliore conservazione) e, pertanto, appare del tutto ingiustificata l'attribuzione ai soci di un "monopolio" sul soggetto-società in caso di crisi ⁽¹⁰⁰⁾. L'esistenza di questo potere di veto dei soci, da un lato, e l'interesse dei creditori verso soluzioni che sfruttino la struttura societaria per attuare il trasferimento in loro favore del controllo, dall'altro, creano i presupposti affinché i

⁽⁹⁸⁾ Nel caso in cui la società sottoposta a scioglimento abbia, anche in una prospettiva di liquidazione, un patrimonio capiente, ma la maggioranza dei soci non sia disponibile ad adottare i provvedimenti opportuni al fine di evitare una liquidazione, si potrebbe semmai porre il problema della tutela degli interessi dell'eventuale minoranza dei soci cui, per effetto della decisione della maggioranza, viene imposto un pregiudizio quale riflesso della riduzione del valore del patrimonio sociale comunemente associabile al passaggio da una prospettiva di continuità ad una prospettiva liquidatoria (cfr. L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., p. 68). Al riguardo, per una ricostruzione che, *de iure condendo*, tenga conto dell'interesse della minoranza e, più in generale, del sistema alla conservazione della ricchezza si rimanda al Capitolo IV, §8.1.

⁽⁹⁹⁾ La liquidazione dell'impresa determina quasi sempre una perdita "secca" di valore (c.d. *deadweight loss*), solitamente più marcata quando la liquidazione avviene in maniera atomistica, in ragione della perdita del valore di *going concern*, e di minore entità nel caso di liquidazione in blocco ma pur sempre presente in ragione dei costi di procedura diretti e indiretti. Questi ultimi costi possono essere, principalmente, connessi con il generale effetto depressivo dei valori di vendita associato all'ingresso del venditore in procedura (rispetto all'ipotesi in cui la vendita avvenga da parte di una società *in bonis*) e con l'impossibilità per il terzo acquirente di ottenere garanzie sulla consistenza e sulle caratteristiche dell'attività acquistata da parte della società in procedura (in quanto destinata a cessare una volta terminata la liquidazione).

⁽¹⁰⁰⁾ L'irragionevolezza dell'attribuzione di diritti di controllo ai soci nell'ambito delle procedure concorsuali è stata rilevata altresì da G. FERRI JR, *La struttura finanziaria della società in crisi*, cit., p. 478. Diversamente, si veda invece F. GUERRERA, *Le competenze degli organi sociali nelle procedure di regolazione negoziale della crisi*, cit., p. 1116, il quale ritiene non ammissibile un'ingerenza dei creditori e degli organi concorsuali di essi rappresentativi in materia di assetto organizzativo della società in crisi.

soci possano godere di una rendita di posizione che consente loro di estrarre valore a scapito dei creditori ⁽¹⁰¹⁾.

È importante, in ogni caso, sottolineare che quanto appena rilevato non equivale a negare, in generale, l'utilità di un coinvolgimento dei soci nell'ambito delle riorganizzazioni societarie. Spesso la partecipazione attiva dei soci al processo di risanamento apporta valore all'impresa nell'interesse (anche) dei creditori (si pensi ai possibili valori "non espropriabili" connessi al nome, alla personalità e al *know how* del socio di controllo nella piccola società a proprietà concentrata) ⁽¹⁰²⁾. Quando ciò accade, è giusto – anche in una prospettiva di corretta definizione degli incentivi per i soggetti coinvolti – che il *surplus* derivante dal coinvolgimento dei soci nel processo di risanamento sia ripartito tra i soci (o il socio in grado di apportare tale valore) e i creditori sulla base di una libera negoziazione tra le parti ⁽¹⁰³⁾. Tale situazione è, infatti, ben diversa (anche se talvolta compresente) rispetto a quella descritta prima, in cui i soci estraggono valore a scapito dei creditori sfruttando la rendita di posizione che l'ordinamento gli attribuisce.

3.2. *Il superamento (incompiuto) del potere di veto dei soci*

Il tema del difetto di coordinamento tra diritto societario e diritto concorsuale, con le conseguenti distorsioni e inefficienze segnalate nel paragrafo precedente, è divenuto di attualità solo in tempi recenti. A tale risultato hanno contribuito in maniera essenziale l'accresciuta consapevolezza, anche a livello politico, della funzione economica delle procedure concorsuali e l'esempio di altri ordinamenti che, con qualche anno di anticipo rispetto all'ordinamento italiano, hanno attuato riforme

⁽¹⁰¹⁾ Occorre considerare, infatti, che la negoziazione tra creditori e soci avviene, in questi casi, "all'ombra" della liquidazione fallimentare che, soprattutto se condotta in maniera atomistica, comporta, di regola, un significativo deprezzamento del valore del patrimonio sociale. Il trasferimento di valore appare pertanto, in tutto o in parte, frutto di un esercizio da parte dei soci "estorsivo" del potere di veto rispetto a soluzioni alternative alla liquidazione fallimentare.

⁽¹⁰²⁾ Cfr. L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto e economia*, cit., pp. 188 ss.; L. PANZANI, *Sorte della partecipazione dei vecchi soci in caso di ristrutturazione di società insolventi*, cit., p. 87.

⁽¹⁰³⁾ Libera negoziazione che, qualora si svolga appunto in condizioni di parità, ben potrebbe spingersi sino all'attribuzione ai soci di un valore maggiore rispetto a quanto trovi riscontro nella reale consistenza del patrimonio netto della società. In merito, si veda G. FERRI JR, *La struttura finanziaria della società in crisi*, cit., p. 487, richiamato sul punto anche da G. D'ATTORRE, *Concordato preventivo e responsabilità patrimoniale del debitore*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, pp. 359 ss. e, ivi, p. 381 nt. 53.

volte alla neutralizzazione del potere di veto dei soci nell'ambito delle procedure concorsuali (v. *infra* §3.3). Tuttavia, l'elemento che ha posto più di tutti in luce l'inidoneità del tradizionale assetto di rapporti tra diritto societario e concorsuale sembrerebbe essere stato l'affermarsi del principio di compatibilità tra procedure concorsuali e modifiche all'organizzazione giuridica della società (v. *supra* §3.1) ⁽¹⁰⁴⁾. Esso, infatti, ha aperto un ampio spazio di sovrapposizione tra questi due corpi normativi che, in passato, erano stati tenuti ben distinti.

Gli interventi normativi che, successivamente, si sono susseguiti al fine di coordinare il diritto concorsuale (e, in particolare, la disciplina degli strumenti di risanamento) con il diritto societario hanno riguardato aspetti puntuali relativi alle crisi delle società di capitali ⁽¹⁰⁵⁾. Tali interventi non si sono, dunque, dati carico di realizzare un coordinamento organico della disciplina applicabile alle crisi societarie. Tuttavia, la dottrina ha tentato di ricondurre tali limitati interventi all'interno di un nuovo corpo normativo tendenzialmente autonomo rispetto al diritto societario generale, indicato come "diritto societario della crisi" ⁽¹⁰⁶⁾, al fine di consentire di colmare in via interpretativa le numerose lacune lasciate aperte dal legislatore mediante l'applicazione dei principi generali dettati o, comunque, ricavabili da questo presunto sistema (e non tramite la riespansione del diritto societario generale, come

⁽¹⁰⁴⁾ Una volta affermato tale principio di compatibilità, si è visto un crescente numero di operazioni societarie straordinarie e altre operazioni volte a modificare la struttura finanziaria della società (ad esempio, operazioni sul capitale quali l'emissione di partecipazioni sociali o strumenti finanziari in favore dei creditori) poste in essere da parte di società di capitali sottoposte ad una procedura concorsuale. Tale *trend* ha riguardato, come facile immaginare, soprattutto società di dimensioni rilevanti o gruppi di società, ove i costi connessi al ricorso ad operazioni che comportino sostanziali modifiche all'organizzazione giuridica della società sono "remunerati" dai benefici in termini di incremento del valore del patrimonio sociale. Solo per citare i casi più noti, si pensi alle riorganizzazioni societarie che hanno riguardato Seat Pagine Gialle s.p.a., Gabetti s.p.a. e, seppur senza successo, I Viaggi del Ventaglio s.p.a.

⁽¹⁰⁵⁾ Ci si riferisce, in particolare, all'art. 182-*quater* l.f. laddove disapplica la postergazione dei finanziamenti concessi dai soci ai sensi degli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c. e, soprattutto, all'introduzione dell'art. 182-*sexies* l.f. che sospende gli obblighi di ricapitalizzazione in presenza di una domanda di concordato preventivo o di omologazione di un accordo di ristrutturazione.

⁽¹⁰⁶⁾ L'elaborazione dell'espressione "diritto societario della crisi" si deve a U. TOMBARI, *I finanziamenti dei soci e i finanziamenti infragruppo dopo il decreto sviluppo: prededucibilità o postergazione? Prime considerazioni di diritto societario della crisi*, cit., e poi ripresa nei successivi scritti sul tema dell'autore (cfr. U. TOMBARI, *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, cit., pp. 5 ss.) oltre che da numerosi altri studiosi della materia. In particolare, senza pretesa di esaustività, si veda in argomento F. DI MARZIO, *Il diritto negoziale della crisi di impresa*, cit., p. 84 ss.; A. MUNARI, *Impresa e capitale sociale nel diritto della crisi*, Torino, 2014, pp. 52 ss. e pp. 191 ss.; M. MIOLA, *Sub art. 182-sexies*, cit., p. 481; P. BENAZZO, *Crisi d'impresa, soluzioni concordate e capitale sociale*, cit., p. 247.

invece dovrebbe concludersi qualora si qualificassero le norme di nuova introduzione come un diritto speciale rispetto al diritto societario generale) ⁽¹⁰⁷⁾. Ad ogni modo, il carattere disorganico degli interventi normativi in materia lascia dei dubbi in merito alla possibilità di configurare, nell'ambito del diritto comune, un corpo sistematico e tendenzialmente autonomo di norme disciplinanti la crisi del debitore societario ⁽¹⁰⁸⁾.

Inoltre, sino al 2015, gli interventi del legislatore non avevano in alcun modo scalfito il “monopolio” dei soci sulle decisioni attinenti la struttura organizzativa della società insolvente. La neutralizzazione del potere di veto dei soci è stata, infatti, a lungo scoraggiata dal diffuso timore che essa si potesse porre in contrasto con i vincoli imposti dal diritto europeo e dalla Costituzione (v. *infra* Cap. IV §6), oltre che dalla comune resistenza ad abbandonare una risalente, ma quanto mai radicata, concezione della partecipazione sociale in termini di proprietà (v. *infra* Cap. IV §7.2). Soltanto a distanza di quasi dieci anni dalla compiuta soppressione del principio di incompatibilità tra operazioni incidenti sulla struttura societaria e procedure concorsuali, con il d.l. n. 27 giugno 2015, n. 83, conv. in l. 6 agosto 2015, n. 132, il legislatore ha aperto una prima breccia nel muro che, storicamente, ha sempre tenuto divise le attribuzioni dei soci e quelle dei creditori nelle procedure concorsuali ⁽¹⁰⁹⁾.

In particolare, è stata modificata in tale occasione la disciplina del concordato preventivo al fine di consentire, tra le altre cose, che i creditori potessero presentare una proposta di concordato preventivo alternativa a quella del debitore (c.d. concorrente), quando quest'ultima avesse offerto ai creditori chirografari una

⁽¹⁰⁷⁾ In questo senso, si veda U. TOMBARI, *Principi e problemi di “diritto societario della crisi”*, cit., pp. 14 ss. La posizione da quest'ultimo espressa è condivisa anche da A. MUNARI, *Impresa e capitale sociale nel diritto della crisi*, cit., p. 193 e, sembrerebbe, N. ABRIANI, *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, cit., p. 393.

⁽¹⁰⁸⁾ Sembrano scettici rispetto alla possibilità di identificare «un nuovo “microsistema normativo” retto da principi “autosufficienti”» F. GUERRERA, *Le competenze degli organi sociali nelle procedure di regolazione negoziale della crisi*, cit., p. 1124 e, con espressioni sostanzialmente coincidenti, anche A. NIGRO, *Riduzione o perdita del capitale della società in crisi*, pubblicato il 14 aprile 2014 su www.ilcaso.it, p. 10.

⁽¹⁰⁹⁾ Un simile tentativo era stato in precedenza condotto, in via interpretativa, da G. FERRI JR, *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, pp. 744 ss. e, ivi, p. 764, il quale – prendendo atto del possibile coinvolgimento della partecipazione sociale nel piano concordatario (art. 160, comma 1, lett. a, l.f., come modificato dalla riforma del diritto fallimentare del 2006) – aveva identificato un generale potere degli amministratori di porre in essere tutti quegli atti necessari per l'esecuzione della proposta di concordato omologata, anche qualora di competenza dell'assemblea dei soci in base al diritto societario. Tale lettura è stata poi ripresa e sviluppata dallo stesso autore, cfr. G. FERRI JR, *La struttura finanziaria della società in crisi*, cit., pp. 482 ss.; ID., *Soci e creditori nella struttura finanziaria della società in crisi*, in *Diritto societario e crisi di impresa*, a cura di U. Tombari, Torino, 2014.

soddisfazione inferiore al 40% o, in caso di proposta di concordato con continuità, al 30% (art. 163, commi 4 e ss., l.f.). Tale proposta alternativa si è previsto possa anche prevedere un aumento di capitale della società debitrice (s.p.a. o s.r.l.), con esclusione o limitazione del diritto d'opzione dei “vecchi” soci (art. 163, comma 5, l.f.), e tale aumento, ove la proposta sia stata approvata dai creditori e omologata dal tribunale, possa essere eseguito “in forma specifica”, surrogando un amministratore giudiziario agli amministratori e/o ai “vecchi” soci della società, ai fini della convocazione dell’assemblea e dell’adozione della deliberazione (art. 185, comma 6) ⁽¹¹⁰⁾.

Si tratta di un intervento che riduce il problema del potere di veto dei soci nella riorganizzazione concorsuale delle società di capitali, ma non lo elimina del tutto. Innanzitutto, risulta incerta la possibilità di estendere il potere dei creditori di prevedere, con la proposta alternativa, operazioni incidenti sulla struttura della società diverse da un aumento di capitale (ad es., una fusione) e ottenerne l’esecuzione “in forma specifica” in caso di mancata cooperazione spontanea da parte degli amministratori e/o dei soci ⁽¹¹¹⁾. Inoltre, non è chiaro se la nomina di un amministratore giudiziario possa avvenire anche laddove si tratti di dare esecuzione

⁽¹¹⁰⁾ Prima di tale momento, le uniche eccezioni all’esclusiva attribuzione ai soci in materia di operazioni incidenti sulla struttura organizzativa e finanziaria di una società sottoposta a procedura concorsuale erano rappresentata dall’art. 4-bis, lett. c), del d.l. n. 347/2003 (conv. in l. n. 39/2004) che, nell’ambito dell’amministrazione straordinaria c.d. Marzano consente al commissario straordinario di attribuire ai creditori «azioni o quote, ovvero obbligazioni», senza che si richieda una delibera assembleare per la loro emissione (cfr. P.D. BELTRAMI, *Commento all’art. 4-bis*, in *La legge Marzano. Commentario*, a cura di A. Castagnola e R. Sacchi, Torino, 2006, pp. 142 ss.), e dalla previsione dell’art. 1, comma 11-bis, d.l. n. 61/2013, conv. in l. n. 89/2013 (c.d. decreto Ilva), che consente al commissario straordinario di «aumentare il capitale sociale a pagamento nella misura necessaria ai fini del risanamento ambientale».

Per un approfondimento sulla disciplina delle proposte di concordato preventivo “concorrenti” si rimanda a G. D’ATTORRE, *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, in *Fall.* 2015, pp. 1163 ss.; N. ABRIANI, *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, cit., pp. 365 ss.; F. GUERRERA, *La ricapitalizzazione “forzosa” delle società in crisi: novità, problemi ermeneutici e difficoltà operative*, in *Dir. fall.*, 2016, pp. 420 ss.

⁽¹¹¹⁾ In senso favorevole rispetto all’estensione della possibilità di nomina di un amministratore giudiziario ai fini dell’esecuzione della proposta di concordato omologata, anche qualora essa richieda l’adozione di una delibera assembleare avente anche un contenuto diverso dall’aumento di capitale (ad esempio, una delibera di fusione), si veda l’Orientamento n. 58/2015 del Consiglio Notarile Firenze, reperibile all’indirizzo www.consiglionotarilefirenze.it/index.php/orientamenti.html. Tale orientamento è stato ripreso e sviluppato da N. ABRIANI, *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, cit., pp. 385 ss. *Contra* A. ROSSI, *Il contenuto delle proposte concorrenti nel concordato preventivo (prime riflessioni)*, in *www.ilcaso.it*.

alla proposta omologata di concordato preventivo presentata dalla stessa società⁽¹¹²⁾. Infine, lo spazio operativo entro cui si ammette che i creditori di una società insolvente impongano ai soci l'adozione di deliberazioni incidenti sulla società appare tuttora troppo ristretto per almeno due ordini di ragioni. In primo luogo, la previsione in questione presuppone un'incapienza patrimoniale della società sottoposta a concordato particolarmente accentuata (la proposta deve offrire, a seconda dei casi, meno di 30 o di 40 centesimi ogni euro di credito chirografario): il momento in cui i soci (e, dunque, gli amministratori) smettono di essere esposti ad incentivi corretti è ben anteriore ad una crisi così grave e coincide, nel sistema italiano, con il verificarsi dei presupposti che rendono operativa la regola “ricapitalizza, trasforma o liquida” (v. *supra* §2.2). In secondo luogo, la neutralizzazione del potere di veto non opera ancora nelle altre procedure concorsuali diverse dal concordato preventivo e, in specie, all'interno della procedura di fallimento (creando, così, un'evidente distonia tra concordato preventivo e concordato fallimentare¹¹³); l'utilità dell'attribuzione agli

⁽¹¹²⁾ In questo senso, oltre all'Orientamento n. 58/2015 del Consiglio Notarile Firenze citato alla nota precedente, sembrerebbe anche N. ABRIANI, *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, cit., pp. 365 ss.

Invero, la consonanza dell'intervento riformatore del 2015 con la ricostruzione interpretativa in precedenza avanzata in dottrina, secondo cui gli amministratori avrebbero il potere generale di compiere tutti gli atti necessari ai fini dell'esecuzione di un concordato preventivo omologato (v. *supra* nt. 109), sembrerebbe rafforzare la persuasività di quest'ultima. La mancata previsione di un meccanismo per l'esecuzione “in forma specifica” del concordato omologato presentato dalla società potrebbe essere letta come il riconoscimento del potere degli amministratori di sostituirsi direttamente ai soci, senza che si renda necessaria la nomina di un amministratore giudiziale, al fine di dare esecuzione alla proposta omologata presentata dalla stessa società.

Ad ogni modo, nei casi in cui non sia possibile dare esecuzione “in forma specifica” della proposta omologata presentata dalla società o dai creditori, la condotta dei soci che rifiutino di adottare le necessarie deliberazioni assembleari, decretando per l'effetto l'insuccesso della riorganizzazione concordataria, dovrebbe dar luogo ad una responsabilità “deliberativa”, in merito alla quale si veda quanto si dirà *infra* §3.4.

⁽¹¹³⁾ Tale distonia è stata rilevata, altresì, da N. ABRIANI, *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, cit., pp. 374 ss., il quale ne fa discendere l'opportunità di applicare in via analogica la disciplina degli artt. 163 e 185 l.f. al concordato fallimentare. Diversamente, F. CASALE, *Il concordato fallimentare delle società*, cit., pp. 1529 ss. e, in specie, p. 1535.

L'estensione in via analogica del meccanismo previsto per l'esecuzione delle proposte di concordato concorrenti all'esecuzione del concordato fallimentare si rende, invece, superflua qualora si ritenga che la riorganizzazione societaria nell'ambito di un concordato fallimentare prescinda dalla volontà degli organi sociali e, dunque, anche dall'adozione delle deliberazioni assembleari ordinariamente richieste dal diritto societario. In questo senso, si veda G. FERRI JR, *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, cit., pp. 764 ss.

organi della procedura del potere di incidere sul soggetto societario appare testimoniata dalla previsione che attribuisce tale facoltà al commissario straordinario nell'ambito dell'amministrazione straordinaria c.d. Marzano (cfr. *supra* nt. 110) e nella previsione di una simile facoltà nell'ambito dello schema di legge delega "Rordorf" (art. 7, comma 1, n. v).

Alla luce dell'incompletezza dell'intervento attuato dal legislatore con l'introduzione della disciplina delle proposte di concordato preventivo concorrenti, l'unica soluzione praticabile al fine di realizzare il trasferimento del controllo ai creditori incidendo direttamente sulla struttura societaria resta, in molti casi, affidata ad alcuni espedienti sviluppati dalla prassi che, senza alcuna pretesa di esaustività, possono essere ricondotti fondamentalmente a due gruppi: da un lato, le soluzioni che consentono di aggirare il potere di veto dei soci, tramite la creazione di un veicolo societario così da operare sul patrimonio della società debitrice, con effetti analoghi ad una riorganizzazione ⁽¹¹⁴⁾; dall'altro, i meccanismi di incentivazione dei soci, finalizzati a "comprare" il loro consenso al piano di riorganizzazione della società in crisi ⁽¹¹⁵⁾.

⁽¹¹⁴⁾ Ci si riferisce, principalmente, all'ipotesi in cui venga conferito ad una società integralmente controllata dalla società in procedura l'intero patrimonio di quest'ultima (fatta eccezione, chiaramente, per la partecipazione al capitale della società controllata beneficiaria del conferimento). In tal modo, si può operare sulla società "veicolo" – le cui partecipazioni rientrano nel patrimonio della società in procedura e, pertanto, sono sottoposte al controllo degli amministratori sotto la vigilanza degli organi della procedura, in caso di concordato preventivo, oppure del curatore, in caso di fallimento (dove questa ipotesi è, invero, espressamente disciplinata all'art. 105, comma 8, l.f. dopo la riforma del diritto fallimentare del 2005-2006) – con effetti analoghi a quelli che si sarebbero raggiunti se si fosse posta in essere la medesima operazione sulla società in procedura (ad esempio, l'attribuzione di partecipazioni sociali ai creditori in luogo di una soddisfazione pecuniaria), senza però che si renda necessaria una deliberazione assembleare da parte dei soci.

Si tratta di quanto accaduto, ad esempio, nell'ambito della riorganizzazione di Parmalat del 2003, nell'ambito della quale è stata costituita una nuova società per azioni cui sono stati attribuiti gli attivi di sedici società del gruppo e passivi di equivalente valore (così da pareggiare il valore degli attivi e permettere il trasferimento di un patrimonio di valore netto pari a zero). Tali passivi, nella parte chirografaria, sono poi stati convertiti in partecipazioni della "nuova" Parmalat e quest'ultima è stata infine quotata. Più ampiamente sulla riorganizzazione del gruppo Parmalat, che ha imposto l'adozione di leggi speciali che hanno, poi, ispirato la successiva riforma del diritto fallimentare, si veda L. STANGHELLINI, *La crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., pp. 213 ss.

⁽¹¹⁵⁾ La diretta incentivazione dei soci a fornire il proprio supporto ad un'operazione che, altrimenti, non porterebbe loro alcun vantaggio può avvenire tramite meccanismi che si caratterizzano per prevedere – con modalità diverse – il trasferimento ai soci di una parte delle risorse destinate ai creditori, condizionatamente al perfezionarsi dell'operazione di riorganizzazione. Le utilità che, al fine di "acquistare" il consenso dei soci all'operazione, possono essere ad essi destinate sono, nella prassi, le più svariate: l'attribuzione ai soci di un residuo di patrimonio (direttamente o tramite una diluizione

In entrambi casi, sia che si ricorra a meccanismi tesi ad aggirare il potere di veto dei soci, sia che invece si ritenga preferibile incentivarne il supporto, non si può trascurare che l'effetto finale è un incremento dei costi della riorganizzazione gravanti sui creditori ⁽¹¹⁶⁾. Se nel caso dei meccanismi di incentivazione ciò risulta evidente, anche nel caso in cui si aggiri la necessità di una delibera assembleare tramite la creazione di un veicolo vi è pressoché sempre un aggravio in termini di oneri e rischi e, in ultima istanza, di costi connessi all'operazione ⁽¹¹⁷⁾.

L'incremento dei costi della riorganizzazione produce inevitabilmente l'effetto di rendere talvolta non convenienti riorganizzazioni che – in assenza di tali costi –

solo parziale in sede di conversione dei crediti in partecipazioni), la rinuncia (anche solo implicita) all'esercizio di azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori nominati dai soci (cfr. L. PANZANI, *Sorte della partecipazione dei vecchi soci in caso di ristrutturazione di società insolventi*, cit., p. 87), l'assegnazione di *warrants* che, sebbene di consueto volti a garantire i soci a fronte del rischio che la valutazione della società in crisi sia inferiore al suo valore effettivo (L.A. BEBCHUK, *A New Approach to Corporate Reorganizations*, cit., pp. 775 ss.), possono essere utilizzati a fini incentivanti (L. STANGHELLINI, *La crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., p. 216), ecc.

Si tratta di quanto accaduto, in concreto, nella riorganizzazione concordataria di Seat Pagine Gialle, ove si è attuata una riduzione solo parziale del capitale sociale, prima di dar luogo all'aumento mediante conversione di parte delle passività, malgrado il valore del patrimonio sociale fosse divenuto ormai certamente negativo (secondo la tecnica avallata dalla nota Massima n. 122 del Consiglio notarile di Milano). Il previo azzeramento del capitale sociale e la sua ricostituzione avrebbe, infatti, estromesso i “vecchi” soci, che pertanto non avrebbero avuto alcun interesse a deliberare l'operazione di ricapitalizzazione. Con intento incentivante, è stata inoltre prevista l'assegnazione gratuita di *warrants* ai soci intervenuti in assemblea, condizionata all'approvazione e all'omologazione del concordato. In maniera analoga, nel tentativo di riorganizzazione concordataria della società “I Viaggi del Ventaglio s.p.a.”, poi non andato a buon fine, si prevedeva che la copertura del *deficit* patrimoniale fosse «a totale carico dei creditori chirografari, per cui i vecchi azionisti subivano solo l'effetto diluitivo dell'aumento di capitale» conseguente alla conversione in capitale dei crediti chirografari. Cfr. F. BONELLI, *Le insolvenze dei grandi gruppi: i casi Alitalia, Chrysler, Socotherm, Viaggi del Ventaglio, Gabetti, Risanamento e Tassara*, in *Crisi d'impresa: casi e materiali*, Milano, 2011, pp. 6 ss. e, ivi, p. 23, p. 27.

⁽¹¹⁶⁾ In concreto, la scelta tra i due tipi di approcci individuati dipende chiaramente dalla praticabilità giuridica e concreta in relazione alle caratteristiche della società che si intende riorganizzare. Nel caso di Seat Pagine Gialle, ad esempio, la scelta di procedere alla conversione diretta dei crediti in azioni, senza ricorrere ad un veicolo, è riconducibile al fatto che il veicolo non avrebbe avuto il vantaggio di essere quotato sul mercato azionario e ha trovato terreno fertile nella frammentazione della compagine sociale (in base alla comunicazione effettuata ex art. 120 T.U.F. il 22 gennaio 2014, un solo azionista superava la soglia del 2%).

⁽¹¹⁷⁾ Si pensi ai costi connessi con la necessità di assistenza giuridica aggiuntiva con riferimento alla costituzione della nuova società e al trasferimento a questa di una parte del patrimonio della società in dissesto (di regola, ma non sempre, realizzato mediante un conferimento in natura), ai rischi giuridici connessi alla possibile assunzione di una responsabilità solidale da parte della società di nuova costituzione per i debiti non trasferiti (artt. 2112 e 2560 c.c.) e ai potenziali maggiori oneri fiscali conseguenti alla più complessa struttura dell'operazione di riorganizzazione.

sarebbero state efficienti ⁽¹¹⁸⁾ e, in ogni caso, di aumentare l'ammontare medio delle perdite che i creditori sopportano in caso di dissesto societario, con effetti negativi per l'intero sistema economico ⁽¹¹⁹⁾. In aggiunta, l'attribuzione di risorse in favore dei soci rappresenta una deviazione dall'ordine di gradazione delle pretese previsto dal nostro ordinamento, secondo il quale ai soci non deve spettare alcuna utilità se i creditori non sono stati prima integralmente soddisfatti (come si desume chiaramente dagli artt. 2433, 2478-*bis* e 2491 c.c.) ⁽¹²⁰⁾.

Le ripercussioni derivanti dalle carenze dell'attuale quadro normativo in materia di crisi societarie sono state, come facilmente intuibile, molto rilevanti tenuto conto che la crisi di impresa è divenuta – per effetto del deterioramento generalizzato del contesto economico – un fenomeno riconducibile, in molti casi, alla fisiologia dell'attività imprenditoriale e che, da un punto di vista economico, l'impresa in forma societaria ha ormai assunto assoluta preponderanza (diversamente da quanto accadeva quando il tradizionale assetto giuridico, basato sulla netta distinzione tra diritto societario e concorsuale, venne definito) ⁽¹²¹⁾.

⁽¹¹⁸⁾ In tal modo, creando un danno diretto al sistema economico all'economia, impedendo di preservare il valore dell'impresa in continuità e, conseguentemente, tutto il relativo indotto (posti di lavoro, gettito fiscale, ecc.).

⁽¹¹⁹⁾ Si noti che, anche quando il potere di veto dei soci produce soltanto effetti distributivi (ossia, ha il solo l'effetto di sottrarre valore ai creditori in favore dei soci), senza tuttavia produrre danni diretti all'economia (v. la nota precedente) poiché, ad esempio, anche la soluzione proposta dai soci prevede la salvaguardia della continuità aziendale, si verifica comunque una ricaduta negativa indiretta sul sistema economico, come dimostrato da numerosi studi di analisi economica del diritto che hanno evidenziato il legame esistente tra l'adeguatezza della tutela dei creditori (e, quindi, i tempi e i tassi di recupero) e l'efficienza e la competitività del sistema economico, che verrebbe assicurata per il tramite di una riduzione dei costi del credito alle imprese. Si veda, per tutti, R. LA PORTA, F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER, R.W. VISHNY, *Legal Determinants of External Finance*, in *Journal of Finance*, 52, 1997, pp. 1131 ss.; ID., *Law and finance*, in *Journal of Political Economy*, 106, 1998, pp. 1113 ss.

Negli ultimi tempi, il legame tra tutela dei creditori e andamento dell'economia reale è stato messo in luce con dirompente evidenza pratica dal problema dei crediti bancari deteriorati (c.d. *non performing loans*) che – in ragione dell'incertezza sul loro recupero e dei tempi a tal fine necessari – hanno fortemente penalizzato il sistema bancario italiano, riducendone la capacità di finanziamento delle imprese.

⁽¹²⁰⁾ Il rischio di tali deviazioni esiste – sebbene in misura più ridotta – anche con riferimento al sistema americano, ove i soci non hanno un potere di veto ma soltanto il potere di ritardare la procedura. In argomento, si veda L.A. BEBCHUK, *A New Approach to Corporate Reorganizations*, cit., pp. 775 ss.

⁽¹²¹⁾ Gli ultimi dati ISTAT in tema di struttura e dimensioni delle imprese italiane, riferiti all'anno 2012, dimostrano che le imprese esercitate sotto forma di società di capitali impiegano la maggioranza assoluta dei lavoratori (per la precisione, 8.545.041 di persone a fronte di 4.283.128

3.3. Alcune soluzioni adottate dagli altri ordinamenti

In una prospettiva comparatistica, risulta sempre più marcata la tendenza a prevedere forme di coordinamento tra diritto societario e diritto fallimentare e, in particolare, ad introdurre meccanismi volti al superamento del potere di controllo dei soci sullo strumento societario nell'ambito delle riorganizzazioni di società in crisi. Tuttavia, se vi è sostanziale uniformità negli intenti, diverse risultano le tecniche adottate dagli ordinamenti che recentemente hanno visto interventi normativi in materia.

In particolare, per quanto riguarda l'ordinamento tedesco, a seguito di una riforma approvata il 7 dicembre 2011 ed entrata in vigore nel 2011, si è previsto – inserendosi nel solco del Chapter 11 ⁽¹²²⁾ – che il consenso rispetto al piano (*Insolvenzplan*) di un gruppo di investitori (quali devono essere considerati anche i soci, §222, para 1.4) sussiste *ex lege* quando (i) essi ricevono un trattamento non deteriore rispetto all'alternativa liquidatoria, (ii) partecipano in misura ragionevole al valore

persone impegnate in attività imprenditoriali a carattere individuale), benché esse continuino a costituire una minoranza dal punto di vista puramente numerico (per la precisione, nel 2012 le società di capitali erano 799.707 a fronte di 2.811.729 imprese individuali). Cfr. *Struttura e dimensione delle imprese - Archivio statistico delle imprese attive (Asia) - Anno 2012*, pubblicato il 18 settembre 2014 e reperibile sul sito www.istat.it/it/archivio/131578.

Per quanto riguarda le procedure concorsuali, le società di capitali rappresentavano nel 2001 già il 50% del numero complessivo di procedure concorsuali, ma tale numero è cresciuto per arrivare nel 2013 al 62% (più recentemente, tale dato è leggermente sceso al 58% circa nel primo trimestre del 2016). I dati sono ricavati dal confronto tra l'andamento delle procedure e delle liquidazioni e l'andamento delle sole liquidazioni per tipologia di debitore, pubblicati nell'*Osservatorio su fallimenti, procedure e chiusure di imprese* di maggio 2016, reperibile all'indirizzo <https://knon.cerved.com/it/node/425>. La prevalenza delle procedure concorsuali relative alle società di capitali è, intuitivamente, ancora più marcata da un punto di vista economico se si considera che queste ultime sono mediamente di dimensioni maggiori rispetto alle procedure che interessano imprese individuali e società di persone.

⁽¹²²⁾ Il sistema americano, da tempo, tratta nel Chapter 11 i soci come una classe, allo stesso modo (e dunque assieme) ai creditori. Ne consegue che il loro consenso rileva meramente come approvazione da parte di *una* delle classi che sono chiamate ad esprimersi sul piano di riorganizzazione e, sebbene il consenso di tutte le classi sia utile perché accelera la conclusione della procedura, il dissenso di una o più classi è superabile mediante il c.d. *cram down* quando i membri della classe (o delle classi) dissenzienti non subiscono pregiudizio rispetto a quanto riceverebbero in caso di liquidazione del patrimonio (Sec. 1129(a)(7) U.S. Bankruptcy Code) e non vi sia alterazione della gradazione dei crediti (Sec. 1129(b)(2)). Il piano di riorganizzazione può, quindi, prevedere operazioni societarie (cancellazione di azioni esistenti, emissione di nuove azioni, ecc.), senza che sia necessaria una delibera assembleare e anche in caso di dissenso della classe dei soci, se ricorrono i presupposti per il *cram down*.

distribuito, e (iii) la maggioranza delle classi ha espresso voto positivo sul piano (§245 *Insolvenzordnung*)⁽¹²³⁾. La possibilità di includere nel piano qualsiasi misura ammissibile in base al diritto commerciale (§217, para 2, seconda frase) permette quindi di compiere senza il consenso dei soci operazioni straordinarie, tra cui in particolare le operazioni di conversione delle passività in capitale che trovano specifica disciplina al §225a para 2⁽¹²⁴⁾. Tale consenso potrà essere ritenuto come *ex lege* sussistente, nella maggior parte dei casi senza che si renda necessario prevedere alcuna soddisfazione per i soci (dal momento che, nella maggioranza dei casi, la liquidazione fallimentare comporterebbe una soddisfazione dei soci pari a zero). L'approccio adottato con la riforma del 2011 appare coerente, da un punto di vista dogmatico, con quanto sostenuto dalla Corte Federale di Giustizia nel 2010 nell'affermare che i soci non sarebbero nient'altro che i «*creditori concorsuali più subordinati*»⁽¹²⁵⁾.

In Francia, l'*Ordonnance* n. 2014-326 del 12 marzo 2014 – con l'esplicito obiettivo di favorire riorganizzazioni condotte dai creditori – ha previsto che, nel caso in cui un piano di *sauvegarde* preveda la ricostituzione del capitale diminuito oltre la metà e i soci, convocati in assemblea, non deliberino la riduzione e il contestuale aumento del capitale sociale, l'amministratore giudiziario incaricato dal tribunale per la procedura può richiedere allo stesso tribunale la designazione di un *mandataire en justice*, avente il compito di convocare l'assemblea e di votare al posto dei soci dissenzienti al fine di procedere all'aumento di capitale con sottoscrizione da parte dei creditori o di altri terzi (e conseguente diluizione o cancellazione della precedente

⁽¹²³⁾ Sul tema, si veda ampiamente B. KNOF, H. HERIBERT, S. MOCK, *Das neue Insolvenzrecht nach dem ESUG*, C.H. Beck, 2012, Cap. 3, §1.c. In argomento, anche L. GUGLIELMUCCI, *Il diritto concorsuale tedesco fra risanamento e liquidazione*, in *Giur. comm.*, 2012, I, pp. 152 ss. e, ivi, p. 155; N. ABRIANI, *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, cit., p. 383.

⁽¹²⁴⁾ Si noti che, in base a quanto previsto dal §225a, para 2, è sempre possibile imporre ai soci la conversione dei crediti in capitale senza una delibera assembleare, se ricorrono i presupposti citati necessari per ritenere *ex lege* sussistente il consenso dei membri di una classe di investitori rispetto al piano. Non è invece possibile imporre ai creditori la conversione non consensuale dei loro rispettivi crediti (§225a, para 2, seconda frase). Il §225, para 3, prevede altresì la possibilità che il piano di riorganizzazione consenta il trasferimento in favore di terzi (e, in specie, dei creditori) delle partecipazioni già emesse e appartenenti ai soci, senza che sia necessario il consenso di questi ultimi qualora siano rispettate le condizioni previste dal §245 InsO.

⁽¹²⁵⁾ Così BGH, Urteil v. 15.4.2010, IX ZR 188/09.

compagine societaria) ⁽¹²⁶⁾. Inoltre, con il medesimo intervento, si è riconosciuta a ciascun creditore, che sia anche membro di uno dei due comitati previsti nelle

(126) L'articolo L626-3 del *Code de commerce* prevede che, nell'ambito della procedura di *sauvegarde*, «*Lorsque le projet de plan prévoit une modification du capital, l'assemblée générale extraordinaire ou l'assemblée des associés ainsi [...]. Si, du fait des pertes constatées dans les documents comptables, les capitaux propres sont inférieurs à la moitié du capital social, l'assemblée est d'abord appelée à reconstituer ces capitaux à concurrence du montant proposé par l'administrateur et qui ne peut être inférieur à la moitié du capital social. Elle peut également être appelée à décider la réduction et l'augmentation du capital en faveur d'une ou plusieurs personnes qui s'engagent à exécuter le plan*». Se i soci non approvano la ricapitalizzazione, con destinazione dell'aumento eventualmente a terzi, è possibile, nell'ambito della procedura di *redressement*, che «*l'administrateur a qualité pour demander la désignation d'un mandataire en justice chargé de convoquer l'assemblée compétente et de voter sur la reconstitution du capital [...] à la place du [...] actionnaires opposants*» (sottolineature aggiunta) ai sensi dell'articolo L631-9-1.

Tuttavia, non è possibile imporre ai soci di sottoscrivere l'aumento di capitale sociale così deliberato (cfr. artt. L223-42, per le società a responsabilità limitata, e L225-248 per le società per azioni, escludono che i soci possano essere obbligati a ricostituire il capitale della società). In argomento, si veda anche D. VATTERMOLI, *La riforma (ulteriore) del diritto della crisi delle imprese in Francia: tra semplificazione, modernizzazione e riequilibrio degli interessi coinvolti*, in *RDS*, 2014, pp. 452 ss. e, ivi, p. 456.

Nell'agosto 2015 è stata adottata la *loi pour la croissance et l'activité* (n. 2015-990 del 6 agosto 2015, c.d. *Loi Macron*) che – dando seguito alle pressioni provenienti dagli operatori e dalla dottrina, che avevano tacciato di eccessiva timidezza l'intervento del 2014 (cfr. A. PERES, H. SCHLUMBERGER, *La réforme du droit des faillites a-t-elle manqué d'ambition?*, in *RTDF*, 2, 2014, pp. 33 ss.) – ha ulteriormente esteso la possibilità di neutralizzare il potere di veto dei soci nell'ambito della procedura di *redressement* (art. L631-19-2), prevedendo la possibilità di nominare un *mandataire* con il compito di ricapitalizzare la società, anche senza il consenso dei soci oppure di disporre la vendita coattiva di tutte o parte delle partecipazioni a coloro che si sono impegnati a dare esecuzione al piano, quando ricorrano le seguenti condizioni: (i) la società è sottoposta alla procedura di *redressement* con la conseguenza, salvo rare eccezioni, che si trova in stato di insolvenza; (ii) la società ha almeno 150 dipendenti, (iii) la modificazione del capitale appaia la sola in grado di evitare un danno grave all'economia e all'occupazione; (iv) sono trascorsi almeno tre mesi dall'apertura della procedura di *redressement*, e (v) l'eventualità di una cessione in blocco di tutto o parte del patrimonio ha ricevuto opportuna considerazione. Tale norma ha ricevuto critiche dalla dottrina francese (S. VERMEILLE, J. MARTINEZ, F.A. PAPON, *A Constitutional Review of the Draft "Macron" Law Introducing Shareholder Eviction under French Law: the Revolution that didn't Happen*, 6 marzo 2015, disponibile su SSRN), prima ancora che fosse promulgata, sulla base della considerazione secondo cui, se si fosse prevista l'incapienza patrimoniale come presupposto dell'esercizio dei poteri di ricapitalizzazione e cessione coattiva delle azioni, sarebbe stato superfluo subordinare i poteri previsti al ricorrere delle condizioni appena menzionate potendosi escludere qualsiasi lesione del diritto di proprietà (sul tema della tutela della proprietà azionaria, si veda *infra* Cap. IV, §6.1).

procedure di *sauvegarde* o *redressement* ⁽¹²⁷⁾, la facoltà di proporre un piano concorrente con quello proposto dal debitore ⁽¹²⁸⁾.

Nella stessa direzione si è, infine, mosso anche il legislatore spagnolo, che nel marzo 2014 è intervenuto modificando la *Ley Concursal* al fine di neutralizzare il potere di veto dei soci su operazioni di conversione dei crediti in capitale sociale previste nell'ambito delle riorganizzazioni di società in crisi. In particolare, è stata prevista un'ipotesi espressa di responsabilità dei soci per l'insuccesso dell'accordo di ristrutturazione e, a partire da maggio del 2015, anche di un accordo di rifinanziamento *ex art.* 71.*bis* o di un accordo stragiudiziale di pagamento *ex art.* 231 della *Ley Concursal* nel caso in cui – con il loro voto negativo o, secondo l'orientamento che si sta affermando come prevalente, astenendosi o non partecipando alla riunione assembleare – i soci abbiano impedito senza giustificazione la conversione di passività in capitale sociale o l'emissione di strumenti convertibili (artt. 165 e 172 della *Ley Concursal*, come modificati dal Regio decreto legge n. 4/2014 e dalla legge 9/2015). A tal fine, è necessario che l'operazione sia stata riconosciuta come ragionevole da un esperto indipendente e che preveda un diritto di prelazione dei soci in caso di cessione delle azioni o degli altri strumenti convertibili da parte dei creditori (art. 165, numero 4°). A tale soluzione – che, si noti, ha il pregio di prevedere espressamente quanto, in via interpretativa, potrebbe essere già ipotizzabile in altri ordinamenti ⁽¹²⁹⁾, incluso il nostro (v. *infra* §3.4) – si affianca anche la possibilità per i creditori che rappresentino un quinto del complessivo indebitamento (art. 113, numero 2°) di presentare una

⁽¹²⁷⁾ Nella procedura di *sauvegarde* e in quella *redressement*, devono essere nominati due comitati dei creditori (in specie, uno composto dai creditori finanziari e uno dai principali creditori commerciali) quando (i) l'impresa impiega più di 150 dipendenti e ha ricavi che eccedono i 20 milioni di euro, ed (ii) è sottoposta alla revisione dei propri bilanci. In tutti gli altri casi, la nomina dei comitati dei creditori può essere disposta dal tribunale su istanza del debitore o dell'amministratore nominato dal tribunale. Si veda l'art. L626-30 del *Code de commerce*.

⁽¹²⁸⁾ In tal caso, i creditori possono presentare una proposta concorrente a quella del debitore in qualsiasi momento, senza che via sia alcun periodo di esclusività in favore del debitore, a differenza di quanto previsto, ad esempio, nel Chapter 11 americano ove il debitore è l'unico autorizzato a presentare un piano nei primi 120 giorni successivi alla presentazione della domanda da parte del debitore (Sec. 1121 U.S. Bankruptcy Code).

⁽¹²⁹⁾ La configurabilità di una responsabilità deliberativa dei soci che ostacolano la riorganizzazione di una società insolvente, rifiutando di adottare le necessarie deliberazioni, è stata riconosciuta nell'ordinamento francese da J.F. BARBIERI, *Associés et obligataires d'une société «faillie»*, in *Rev. proc. coll.*, 1991, pp. 163 ss. Tale responsabilità sembrerebbe potersi identificare, *de iure condito*, anche nell'ordinamento italiano, v. *infra* §3.4.

proposta concorrente con quella del debitore, che verrà però sottoposta al voto dei creditori solo in caso di mancata approvazione della proposta formulata dal debitore, sulla quale i creditori sono chiamati a votare per primi (art. 121, numero 2°).

Si segnala, inoltre, che analoghi strumenti – accomunati dalla finalità di neutralizzazione dei poteri di controllo dei soci nel ambito delle riorganizzazioni di società in crisi – sono stati recentemente introdotti anche in altri stati, come nel caso dell’Olanda ⁽¹³⁰⁾, della Repubblica Ceca ⁽¹³¹⁾ e della Grecia ⁽¹³²⁾.

Infine, si muove secondo lo stesso indirizzo – seppur nel contesto bancario, che presenta alcuni elementi di specialità (v. *infra* Cap. II, §2) – anche la disciplina recentemente entrata in vigore in materia di “risoluzione” delle banche (Direttiva UE 59/2014). Tale disciplina e, in particolare, la disciplina dello strumento del *bail-in* – per la sua particolare rilevanza quale meccanismo a funzione concorsuale basato sull’organico coordinamento tra le norme applicabili allo strumento societario e le norme che governano il concorso dei creditori – sarà oggetto di estesa analisi nei Capitoli II e III.

In conclusione, è chiaramente identificabile una tendenza internazionale volta a prevedere strumenti di coordinamento tra diritto societario e concorsuale, principalmente allo scopo di neutralizzare il potere di veto dei soci rispetto ad

⁽¹³⁰⁾ L’art. 2:349a(2) del Codice civile olandese, sulla scorta dell’elaborazione giurisprudenziale che ne è stata fatta, prevede che la Sezione Imprese della Corte di Appello di Amsterdam possa rendere possibile una riorganizzazione tramite, ad esempio, la sospensione temporanea dei diritti di opzione dei soci, la sospensione del diritto di voto e il trasferimento fiduciario delle partecipazioni ad un terzo. Cfr. Corte Suprema Olandese, 25 febbraio 2011, NJ 2011/335, *Inter Access*; Corte di Appello di Amsterdam, Sezione Imprese, 8 agosto 2006, JOR 2006/264, *Bonne Route*; Corte di Appello di Amsterdam, Sezione Imprese, 10 ottobre 2006, ARO 2006/169, *Pondac Products*.

⁽¹³¹⁾ L’art. S. 331(1) IA prevede che, nel corso delle riorganizzazioni societarie, i poteri dell’assemblea siano sospesi e che i soci debbano essere trattati come creditori (art. S. 335 IA), includendoli in un’apposita classe ai fini del voto sul piano. Anche in caso di voto negativo sul piano da parte della classe dei soci, il tribunale può comunque approvare il piano e dar corso alle misure in esso proposte, tra cui anche misure incidenti sull’organizzazione della società, a condizione che almeno una classe di titolari di pretese preordinate abbia approvato il piano. Tale soluzione riproduce in buona parte il modello previsto dal Chapter 11 statunitense, cfr. *supra* nt. 122. Più ampiamente in merito alle soluzioni adottate dall’ordinamento ceco, si veda T. RICHTER, *Reconciling the European Registered Capital Regime with Modern Corporate Reorganization Law: Experience from the Czech Insolvency Law Reform*, in *European Company and Financial Law Review*, 6, 2009, pp. 358 ss. e, *ivi*, p. 362.

⁽¹³²⁾ La legge 4013/2012 ha introdotto l’art. 106c con il quale si è previsto che – quando il socio rifiuti in mala fede di partecipare all’assemblea o di votare in favore dell’aumento di capitale o della esclusione del diritto di opzione e il piano di riorganizzazione richieda l’adozione di tali deliberazioni – il tribunale, su istanza della società o di uno dei creditori, può nominare un rappresentante che eserciterà il diritto del socio di intervenire in assemblea, esprimendo voto favorevole.

operazione incidenti sull'organizzazione giuridica di società in crisi. Tale potere, infatti, risulta privo di giustificazione quando i soci – avendo perso integralmente il proprio investimento – non hanno (*rectius*: non dovrebbero avere) alcun interesse nella riorganizzazione della società (v. *supra* §3.1).

3.4. *Una possibile responsabilità deliberativa dei soci "ricattatori"*

In attesa di un intervento normativo che si faccia carico di coordinare in maniera organica il fenomeno societario nella sua interezza, sembra possibile arrivare in via interpretativa ad una parziale neutralizzazione della rendita di posizione dei soci. Ciò, in particolare, alla luce di quanto detto in merito ai doveri degli amministratori e della possibilità di identificare a carico dei soci una responsabilità risarcitoria verso la società in caso di esercizio del potere di veto che l'ordinamento attribuisce loro nella riorganizzazione delle società in crisi.

Più precisamente, si è già avuto modo di accennare al fatto che gli amministratori – alla luce del dovere di massimizzazione del valore del patrimonio sociale che si è visto gravare su di loro (v. *supra* §2.1) – potrebbero incorrere in responsabilità qualora rinunciino, con dolo o colpa, a perseguire soluzioni praticabili che appaiano più idonee a conservare i valori attivi (v. *supra* §2.3). In merito, occorre anche ricordare che, in questa fase, la presenza di una situazione di conflitto di interessi (come accadrebbe, ad esempio, nel caso in cui gli amministratori assumessero decisioni aventi valore attuale negativo volte a consentire ai soci di estrarre valore dai creditori) consente di sottoporre la decisione degli amministratori ad uno scrutinio giudiziale pieno, senza la protezione della *business judgment rule* (v. *supra* §2.1). In altre parole, il quadro normativo descritto impone agli amministratori di esercitare i loro poteri al fine di favorire soluzioni idonee a superare lo squilibrio finanziario e/o patrimoniale con modalità tali da massimizzare (o conservare più efficacemente) il valore del patrimonio sociale. Ove la soluzione più efficace preveda l'utilizzo dello strumento societario per trasferire il controllo ai creditori, gli amministratori sarebbero tenuti a perseguirla (ad esempio, formulando una proposta di concordato preventivo avente tale contenuto o, nel caso in cui siano stati privati statutariamente di tale potere ai sensi dell'art. 152 l.f., sottoponendo la proposta all'assemblea dei soci).

Nel caso in cui i soci non approvino la soluzione proposta dagli amministratori (ove tale approvazione risulti necessaria) oppure non adottino le deliberazioni

occorrenti al fine di attuarla (ad esempio, la ricostituzione del capitale sociale), senza che al riguardo sussista una motivazione legittima (ad esempio, una contestazione fondata in ordine alla situazione patrimoniale della società), si dovrebbe poter riconoscere in capo ai soci una responsabilità in via risarcitoria nel caso in cui danneggino la società (e, indirettamente, i creditori ormai titolari delle pretese residuali) rendendo impossibile la riorganizzazione ⁽¹³³⁾.

La configurazione di una responsabilità risarcitoria dei soci non dovrebbe più poter trovare ostacolo, infatti, nel tradizionale dogma dell'irrisarcibilità dei pregiudizi derivanti da atti corporativi, il cui superamento sembra ormai acquisito ⁽¹³⁴⁾. Uno spunto ulteriore in tal senso è fornito dall'art. 2476, comma 7, c.c. che, sebbene con riferimento alla sola società a responsabilità limitata, prevede che siano «*altresì solidalmente responsabili con gli amministratori, ai sensi dei precedenti commi, i soci che hanno intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento di atti dannosi per la società, i soci o i terzi*». A ciò, si aggiunga che la nostra giurisprudenza ha ormai definitivamente riconosciuto la rilevanza del canone della buona fede contrattuale (art. 1375 c.c.) nelle relazioni giuridiche interne tra i soci e, in specie, nelle determinazione dei soci in sede di espressione del voto assembleare ⁽¹³⁵⁾. Tale giurisprudenza, benché sviluppatasi con riferimento ai rapporti tra soci di maggioranza e soci di minoranza, può essere

⁽¹³³⁾ Tale soluzione corrisponde, a grandi linee, con quanto il legislatore spagnolo ha recentemente previsto tramite una modifica espressa della *Ley Concursal* (v. *supra* §3.3).

⁽¹³⁴⁾ In dottrina, il superamento del dogma dell'irrisarcibilità dei pregiudizi derivanti da atti corporativi è stato rilevato da G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, dir. da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, vol. 2, p. 10; G. PALMIERI, *L'invalidità delle decisioni*, in (AaVv.) *Le decisioni dei soci. Le modificazioni dell'atto costitutivo*, Milano, 2009, pp. 149 ss. e, ivi, p. 170 e, soprattutto, F. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004, p. 26, il quale rileva come l'irresponsabilità dei soci sia «*frutto di una concezione rigidamente "organicistica" della società, come tale non più aderente agli sviluppi del moderno diritto azionario*» e prosegue segnalando che l'«*assioma dell'irresponsabilità del socio per l'esercizio abusivo del diritto di voto sembra, anzi, destinato ad entrare inesorabilmente in crisi con la valorizzazione della concezione "contrattualistica" del fenomeno societario*». In senso contrario, si veda G. COTTINO, *Diritto societario*, cit., p. 368.

⁽¹³⁵⁾ Si veda Cass. 26 ottobre 1995, n. 11151, in *Giur. comm.*, 1996, II, pp. 329 ss., con nota di P.G. JAEGER, C. ANGELICI, G. GAMBINO, con la quale la Suprema Corte ha ritenuto illegittima, a norma dell'art. 2377 c.c., una deliberazione assembleare di società di capitali che, per quanto formalmente regolare, risultava in concreto preordinata ad avvantaggiare alcuni soci in danno di altri. Sul punto, in senso conforme, Cass. 12 dicembre 2005, n. 27387, con nota di G. FRISOLI, in *Giur. comm.*, 2007, II, pp. 86 ss.; Cass. 11 giugno 2003, n. 9353, in *Riv. notariato*, 2004, pp. 216 ss.

In questo senso, si veda in particolare F. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, cit., p. 24, il quale condivisibilmente

applicata in maniera pressoché del tutto simmetrica ai conflittuali rapporti esistenti tra soci e creditori nel contesto della crisi societaria ⁽¹³⁶⁾. La rilevanza dei doveri di correttezza nell'esercizio del voto assembleare, oltre che ampliare le ipotesi di annullamento delle delibere assembleari, deve riflettersi inevitabilmente sul piano della responsabilità dei soci verso la società ⁽¹³⁷⁾. Il socio che concorra, senza un motivo legittimo, alla mancata adozione di una deliberazione necessaria al risanamento – con conseguente danno alla società, così costretta a ricorrere a soluzioni diverse non altrettanto idonee a conservarne il valore del patrimonio – sarebbe tenuto a risarcire, in solido con gli altri soci corresponsabili, il danno patito dalla società. Affinché il mancato assenso del socio possa non qualificarsi come un abuso del diritto di voto, dovrebbe non essere *«preordinato ad avvantaggiare ingiustificatamente i soci»*, come invece accadrebbe quando il patrimonio sociale risultasse chiaramente vincolato per intero alla soddisfazione dei creditori in conseguenza delle intervenute perdite ⁽¹³⁸⁾.

In conclusione, l'operare congiunto dei doveri degli amministratori e dei soci, entrambi suscettibili di dar luogo a responsabilità personale in caso di violazione, dovrebbe avere l'effetto di offrire, in via indiretta, una tutela obbligatoria ai creditori danneggiati dal “monopolio” dei soci sulla società. Sebbene ciò possa disincentivare

⁽¹³⁶⁾ La duttilità dei doveri di correttezza e buone fede e delle fattispecie di “abuso” dell'esercizio di diritti è riconosciuta ampiamente dalla dottrina (per tutti, si veda U. BRECCIA, *L'abuso del diritto*, 1997, in *Dir. priv.*, pp. 5 ss. e, ivi, pp. 69 ss.) e dai nostri giudici che, come noto, hanno dimostrato negli ultimi anni una forte predisposizione ad espandere i confini tradizionali della responsabilità risarcitoria per ricomprendere ipotesi connesse a tali fenomeni (si pensi all'elaborazione in tema di contatto sociale e all'ampio ricorso ai principi generali di correttezza e buona fede).

⁽¹³⁷⁾ Il rilievo è condiviso da F. GUERRERA, *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, cit. – cui si rimanda per la più compiuta elaborazione in tema di responsabilità dei soci per l'esercizio del voto in assemblea – il quale che afferma che *«la configurazione in capo al detentore di una partecipazione rilevante di doveri “di correttezza” verso la società e verso gli altri soci [...] sembra consentire non soltanto un sorvegliato ampliamento delle ipotesi di annullabilità delle deliberazioni assembleari sostanzialmente illegittime»*, ma *«pone [...] le basi teoriche e operative indispensabili all'affermazione di una vasta responsabilità interna, oltre che esterna, per l'esercizio del diritto di voto»* (p. 24).

⁽¹³⁸⁾ La Cassazione ha, infatti, ritenuto – con argomentazioni che paiono potersi estendere ai rapporti tra soci e creditori – che non ricorra una violazione dei doveri di correttezza e buona fede qualora il socio di maggioranza abbia perseguito con la deliberazione un proprio interesse, salvo *«che il diritto di voto [...] risulti in concreto preordinato ad avvantaggiare ingiustificatamente i soci di maggioranza in danno di quelli di minoranza»* (Cass. 12 dicembre 2005, n. 27387, cit., p. 91).

Con riferimento alla mancata adozione di deliberazioni assembleari necessarie all'esecuzione di un concordato preventivo omologato, posizioni analoghe a quanto qui sostenuto sono state assunte da N. ABRIANI, *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, cit., p. 382. In senso opposto, si veda G. MEO, *I soci e il risanamento. Riflessioni a margine dello Schema di legge-delega proposto dalla Commissione di riforma*, in *Giur. comm.*, 2016, I, pp. 286 ss. e, ivi, p. 289.

i soci rispetto all'esercizio del loro potere di veto, non può trascurarsi come tale tutela non consenta di evitare la distruzione di valore associata al ricorso ad una soluzione subottimale, laddove la maggioranza dei soci decida comunque di impedire la riorganizzazione, e offra ai creditori una tutela che, nella sostanza, potrà trovare spazio soltanto nella liquidazione fallimentare (ove l'azione verrebbe esercitata dal curatore).

CAPITOLO II

LA CRISI NELLA SOCIETÀ PER AZIONI BANCARIA

SOMMARIO: 1. La disciplina delle crisi bancarie quale primo sistema organico di diritto societario della crisi – 2. La crisi dell'impresa bancaria. Problemi comuni con conseguenze straordinarie – 3. Le riforme avviate a livello internazionale e di singoli stati – 4. L'Unione bancaria europea – 5. Il diritto europeo delle crisi bancarie – 5.1. *Programmazione* – 5.2. *Le misure di intervento precoce* – 5.3. (Segue) *Il potere di riduzione o conversione degli strumenti di capitale (c.d. write down)* – 5.4. *La risoluzione e le altre procedure di gestione della crisi bancaria* – 5.5. (Segue) *Stabilizzazione pubblica* – 6. I principi che governano il trattamento degli azionisti e creditori – 6.1. *Il principio fondamentale dell'assenza di pregiudizio (c.d. no creditor worse off)* – 6.2. *Il rispetto tendenziale della gerarchia concorsuale e della parità di trattamento* – 7. Il presupposto oggettivo della risoluzione – 7.1. *Il requisito del dissesto o del rischio di dissesto* – 7.2. *La non praticabilità di soluzioni alternative* – 7.3. *L'inefficienza del write down a superare la crisi* – 7.4. *L'interesse pubblico alla risoluzione* – 8. La valutazione dell'esperto indipendente – 8.1. *La valutazione che precede la risoluzione* – 8.2. *La valutazione "precedente": criteri di redazione* – 8.3. *La diversa funzione della valutazione "precedente" e di quella "successiva"* – 8.4. *La valutazione "successiva": contenuto e criteri di redazione.*

1. La disciplina delle crisi bancarie quale primo sistema organico di diritto societario della crisi

Nel Capitolo precedente si è osservato come, all'approssimarsi della crisi di una società di capitali, venga meno la consueta efficienza dell'allocazione del controllo e del valore che è alla base del successo di tale modello (v. *supra* Cap. I, §1.2). In presenza di uno squilibrio patrimoniale o finanziario giudicato rilevante dall'ordinamento (v. *supra* Cap. I, §2.2), il rispetto del principio di correlazione tra potere di controllo e rischio di impresa (nella sua accezione "verticale", concernente i rapporti tra soci e creditori, v. *supra* Cap. I, §1.2) richiede che i soci ripristinino la loro posizione residuale oppure, ove questo non accada, che il controllo sul

patrimonio venga trasferito ai creditori per la parte corrispondente all'indebitamento (v. *supra* Cap. I, §2.3). Il mancato coordinamento tra diritto societario e concorsuale, riconducibile alla matrice processualistica delle procedure concorsuali, ha fatto sì che, storicamente, tale trasferimento sia stato solitamente realizzato attraverso la liquidazione del patrimonio e la distribuzione del ricavato ai creditori (v. *supra* Cap. I, §3.1). Solo in tempi relativamente recenti si è superato il principio di incompatibilità tra operazioni straordinarie e altre operazioni incidenti sulla struttura organizzativa della società e sottoposizione ad una procedura concorsuale. Inoltre, anche in caso di sottoposizione delle società ad una procedura concorsuale, si è sempre ritenuto che i soci mantenessero il “monopolio” sulle operazioni incidenti sulla struttura societaria, con la conseguenza di rendere spesso impraticabili soluzioni riorganizzative preferibili alla liquidazione oppure di imporre, nella prospettiva dei creditori, costi addizionali (v. *supra* Cap. I, §3.2).

Le distorsioni derivanti dal mancato coordinamento tra diritto societario e concorsuale sono emerse all'attenzione del legislatore italiano solo negli ultimi anni, coerentemente con una diffusa tendenza internazionale a predisporre meccanismi volti alla neutralizzazione del potere di veto dei soci nelle procedure concorsuali (v. *supra* Cap. I, §3.3). Questa tendenza sembra essere progredita parallelamente al diffondersi della crisi economica che, a partire dalla fine del 2008, ha investito pesantemente le economie occidentali, mettendo in luce le lacune del tradizionale quadro normativo nel far fronte al fenomeno della crisi del debitore avente forma societaria ⁽¹⁾. Gli interventi compiuti dal legislatore sul tema hanno avuto, tuttavia, carattere sinora isolato e, comunque, hanno solo in parte ridotto la rendita di posizione di cui godono i soci per effetto del potere di veto su soluzioni riorganizzative che coinvolgano il soggetto-società (v. *supra* Cap. I, §3.2). Diversamente, gli interventi normativi in materia di diritto societario della crisi hanno assunto connotati organici nell'ambito della disciplina delle crisi bancarie. L'emergenza posta dalla crisi finanziaria ha reso la creazione di un impianto

⁽¹⁾ L'esigenza di un ripensamento dell'attuale assetto del diritto societario, in particolare nel rapporto con gli strumenti concorsuali, è segnalata anche da U. TOMBARI, *Principi e problemi di “diritto societario della crisi?”*, cit., pp. 5 ss. In argomento, rilievi analoghi, seppur in una prospettiva più generale e con conclusioni non sempre coincidenti con quanto qui sostenuto, vengono svolte da P. KRUGMAN, *Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008*, Milano, 2012; R.A. POSNER, *La crisi della democrazia capitalistica*, Milano, 2014; J.E. STIGLITZ, *Il prezzo della disuguaglianza*, Torino, 2013.

normativo per l'efficiente gestione delle crisi bancarie vero “terreno di frontiera” del processo di integrazione tra diritto societario e concorsuale ⁽²⁾. In particolare, dopo circa due anni di gestazione, nel 2014 è stato emanato un complesso sistema di norme finalizzato a consentire il superamento della crisi degli intermediari bancari garantendo, al contempo, la stabilità del sistema finanziario (principalmente contenute nella Direttiva 2014/59/UE, c.d. *Bank Recovery and Resolution Directive* o BRRD, e nel Regolamento UE n. 806/2014 istitutivo del *Single Resolution Mechanism*) ⁽³⁾.

Lo spessore della riflessione sottesa a tale corpo normativo, che ha coinvolto nella sua elaborazione giuristi e autorità di tutti gli Stati membri, si spiega certamente con il rilievo strategico che il sistema bancario riveste per l'intera economia. È, dunque, inevitabile che alcune soluzioni appaiano ispirate principalmente alla protezione di interessi pubblici, anche a scapito della tutela dei diritti soggettivi e della corretta allocazione degli incentivi in un'ottica di incremento dell'efficienza del sistema societario e concorsuale. Ciononostante, pur con dette deviazioni, le linee fondamentali del modello elaborato dalla *Bank Recovery and Resolution Directive* sembrano esprimere efficacemente, come vedremo meglio nel Capitolo IV, l'istanza di coordinamento tra diritto societario e diritto concorsuale.

Pur con le riconosciute peculiarità e con un grado di complessità organizzativa molto più elevato, le banche sono infatti a tutti gli effetti imprese societarie. Anzi, proprio le caratteristiche specificamente concernenti il *business* bancario – che, se interrotto in caso di crisi, determina immediatamente perdite ingentissime nel

⁽²⁾ Le crisi bancarie si sono, a ben vedere, sempre verificate nel corso della storia finanziaria moderna. Nondimeno, in passato, tali crisi assumevano carattere episodico con una duplice conseguenza: da un lato, l'inadeguatezza dei meccanismi ordinari per la gestione delle situazioni di squilibrio finanziario o patrimoniale poteva essere affrontata tramite interventi pubblici *ad hoc* senza che ciò provocasse un impatto sulla solvibilità degli stati; dall'altro, la natura sistemica della crisi finanziaria ha pressoché azzerato i piani espansivi degli operatori del mercato con la conseguenza di rendere spesso impossibile la cessione del patrimonio della banca in crisi o, comunque, ridurre fortemente i valori di realizzo, con il risultato di aumentare i costi dei salvataggi pubblici (c.d. *bail-outs*). Sul tema, si veda anche quanto si dirà *infra* al §2.

⁽³⁾ Nel contesto dell'architettura normativa introdotta dall'Unione europea al fine di consentire di superare eventuali crisi bancarie, si inseriscono anche la (i) Direttiva 2014/49/UE relativa al sistema di garanzia dei depositi, (ii) il Regolamento UE n. 2015/63 integrativo della BRRD recante la disciplina della contribuzione *ex ante* da parte del sistema bancario ai meccanismi di finanziamento della risoluzione e (iii) il Regolamento di esecuzione UE n. 2015/81 del Consiglio che stabilisce condizioni uniformi di applicazione del Regolamento UE n. 806/2014 sul *Single Resolution Mechanism* per quanto riguarda i contributi *ex ante* al Fondo di risoluzione unico.

patrimonio della banca (v. *infra* §2) – richiedono che gli strumenti predisposti per la soluzione di situazioni di crisi operino in modo particolarmente rapido e senza le menzionate frizioni che potrebbero derivare da un mancato coordinamento della disciplina societaria (applicabile al soggetto) e di quella concorsuale (applicabile al patrimonio). Tale aspetto ha sicuramente contribuito a rendere più evidente, con riferimento alle banche, l'inadeguatezza del tradizionale assetto giuridico basato sulla netta separazione tra la sfera di operatività del diritto societario e quella in cui agisce il diritto fallimentare. In molti casi, si sono resi necessari importanti interventi straordinari a spese delle finanze statali, non risultando altrimenti possibile evitare con gli ordinari strumenti concorsuali gli ingentissimi costi (ben più alti di quelli di un salvataggio) che la repentina cessazione dell'attività bancaria e la liquidazione disaggregata del patrimonio di una banca "sistemica" pone a carico della collettività (v. *infra* §2).

In sostanza, è inevitabile guardare alla normativa europea delle crisi bancarie come un sistema organico di "diritto delle crisi societarie" da cui poter trarre utili spunti per valutare, *de iure condendo*, l'assetto ottimale di una futura disciplina applicabile alla generalità delle società di capitali. A ben vedere, non sarebbe certo la prima volta che al diritto bancario – per la particolare attenzione che ad esso è stata sempre dedicata in considerazione del rilievo strategico di tale settore – si dovrebbe riconoscere la funzione di locomotiva per il diritto commerciale generale. Si pensi, in particolare, a quanto accaduto con riferimento alla disciplina dei gruppi di società e in relazione al principio di adeguatezza dell'organizzazione amministrativa e contabile e del sistema dei controlli interni, come si dirà meglio *infra* al Capitolo IV, §2.

Nell'ambito dei nuovi strumenti introdotti dalla BRRD, l'analisi si concentrerà sullo strumento del *bail-in* che è quello cui la direttiva dedica in assoluto più spazio ⁽⁴⁾ e che, più di tutti gli altri, sembra realizzare in maniera rapida, diretta ed efficiente la funzione cui è tipicamente preordinato il diritto fallimentare: trasferire il controllo dai soci ai creditori (v. *supra* Cap. I §2.3). Prima però di prendere in esame la disciplina del *bail-in* bancario, cui è dedicato il Capitolo III, risulta opportuno identificare le problematiche messe in luce dalla crisi finanziaria con riferimento all'applicazione

⁽⁴⁾ A fronte di un totale di 21 articoli della BRRD dedicati alla disciplina dei singoli strumenti di risoluzione (articoli da 38 a 58), ben 13 articoli riguardano lo strumento del *bail-in* (articoli da 43 a 55).

degli ordinari strumenti concorsuali agli intermediari finanziari (v. *infra* §2), con l'intento di comprendere quali soluzioni adottate dalla disciplina europea siano espressione di peculiarità connesse alla natura bancaria del *business* esercitato dalla società in crisi e quali, invece, siano connaturate alle esigenze di coordinamento tra diritto societario e concorsuale. Al medesimo fine, si proseguirà l'analisi riepilogando brevemente il percorso evolutivo che è all'origine del quadro normativo attuale per la gestione delle crisi bancarie (v. *infra* §3) e tratteggiando, nell'ultima parte di questo capitolo, i contorni essenziali di tale sistema normativo.

2. La crisi dell'impresa bancaria. Problemi comuni con conseguenze straordinarie

Il tema della disciplina della crisi degli intermediari bancari è divenuto di stretta attualità a partire dalla crisi finanziaria del 2008 (iniziata, a dire il vero, nel 2007, ma rivelatasi in tutta la sua gravità solo dopo il fallimento di Lehman Brothers nel settembre 2008). All'epoca, sebbene il nostro ordinamento contenesse già da tempo una normativa specifica in materia ⁽⁵⁾, molti ordinamenti non prevedevano ancora alcuna disciplina della crisi bancaria ⁽⁶⁾ o, quando presente, questa risultava inadeguata e/o incompleta ⁽⁷⁾. La mancanza di adeguati strumenti per fronteggiare le difficoltà

⁽⁵⁾ L'assetto della disciplina italiana delle crisi bancarie risale, in buona sostanza, alla Legge bancaria del 1936 e prevede due procedure (amministrazione straordinaria e liquidazione coatta amministrativa), attualmente disciplinate dal Testo unico bancario (artt. 70 ss., d.lgs. n. 385/1993). In questi decenni, tali strumenti per la gestione delle crisi bancarie hanno dato buona prova di sé con riferimento alla crisi di banche di medie-piccole dimensioni, richiedendo invece di essere accompagnati da un supporto pubblico straordinario nel caso di crisi di intermediari bancari più grandi. Il riferimento è alla crisi negli anni '90 di Sicilcassa e del Banco di Napoli, su cui si rinvia a G. BOCCUZZI, *Towards a new framework for banking crisis management. The international debate and the Italian model*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 71, Banca d'Italia, 2011, pp. 232 ss.

⁽⁶⁾ Si pensi, ad esempio, al Regno Unito ove, prima dell'introduzione del *Banking Act* nel 2009, era previsto che per le crisi bancarie trovassero applicazione le procedure ordinarie di insolvenza. Sul tema, si veda P. BRIERLEY, *The UK Special Resolution Regime for Failing Banks in an International Context*, in *Bank of England Financial Stability Paper*, n. 5, 2009, p. 4, reperibile all'indirizzo www.bankofengland.co.uk/research/Documents/fspapers/fs_paper05.pdf.

⁽⁷⁾ È il caso degli Stati Uniti, il cui regime di *receivership* previsto sin dagli anni '30, era tuttavia applicabile soltanto alle banche commerciali (ovverosia, quelle direttamente impegnate nella raccolta del risparmio presso il pubblico) e non poté, pertanto, essere utilizzato con riferimento alla crisi di Lehman Brothers, dal momento che questa aveva natura di banca di investimento. Il Dodd-Frank Act

in cui improvvisamente si sono trovate alcune grandi banche ha permesso che la crisi si diffondesse all'interno dell'intero sistema finanziario globale.

Le ragioni per cui è particolarmente importante prevedere strumenti efficaci per le crisi delle banche vanno ricollegate, come accennato nel precedente paragrafo, ad alcune caratteristiche specifiche del *business* bancario e all'importanza che il sistema bancario riveste per l'economia. In particolare, le crisi bancarie, pur ponendo alcuni problemi comuni a tutte le imprese, richiedono che il superamento dello squilibrio finanziario e/o patrimoniale avvenga in tempi brevissimi e che (almeno) alcune delle attività svolte (ad esempio, le attività verso i depositanti; il mantenimento delle aperture di credito in favore delle imprese che ne beneficiano) non siano interrotte. Ciò, come si vedrà meglio più avanti, anche a rischio di comprimere diritti soggettivi dei soci e di (alcuni) creditori ⁽⁸⁾.

In tal senso, rileva la strutturale fragilità dell'attività di impresa bancaria. Questa, infatti, nella sua funzione di intermediazione del credito, si finanzia prevalentemente con la raccolta di risorse finanziarie mediante prestiti a breve o brevissimo termine (*in primis*, depositi) e utilizza le risorse così raccolte per finanziare iniziative a medio-lungo termine condotte da altre imprese, ad un tasso di interessi più elevato di quello corrisposto ai propri finanziatori ⁽⁹⁾. In questo modo, le banche svolgono un'attività di fondamentale importanza per il sistema economico, rendendo possibile supportare iniziative di lungo periodo mediante risorse finanziarie provenienti da soggetti che non sarebbero interessati ad investire direttamente in tali attività, in ragione del fatto che la loro prospettiva di investimento è di breve o di brevissimo termine. Nello svolgere tale funzione di trasformazione di preferenze di investimento diverse, le banche si pongono, tuttavia, in una posizione estremamente delicata, che le espone al rischio di *shock* finanziari in misura molto maggiore rispetto ad altre attività imprenditoriali.

del 2010 ha migliorato il regime di *receivership* sotto vari profili, prevedendone tra le altre cose l'applicabilità a tutti gli intermediari la cui crisi pone un rischio di natura sistemica.

⁽⁸⁾ In merito, si veda più approfonditamente *infra* Cap. IV, §6 nt. 61.

⁽⁹⁾ Sul tema, si veda J. ARMOUR, J.N. GORDON, *Systemic Harms and Shareholders Value*, in *Journal of Legal Analysis*, 6.1, 2014, pp. 35 ss. e, *ivi*, p. 40; J. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible*, disponibile su SSRN, 2014, p. 4; J. MCANDREWS, D.P. MORGAN, J. SANTOS, T. YORULMAZER, *What makes large bank failures so messy and what should be done about it?*, in *Economic Policy Review*, dicembre 2014, pp. 229 ss. e, *ivi*, pp. 231 ss.; C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, Bologna, 2012, p. 14 e pp. 91 ss.

Più precisamente, i depositanti hanno la facoltà di richiedere alla banca la restituzione dei propri depositi in ogni momento. Tuttavia, le risorse finanziarie raccolte dalla banca con i depositi – essendo utilizzate per finanziare iniziative imprenditoriali di lungo periodo – sono investite in *asset* “illiquidi” (il termine di rimborso dei finanziamenti bancari è stabilito nell’interesse del finanziato, oltre che, talvolta, *anche* nell’interesse della banca finanziatrice) ⁽¹⁰⁾. Pertanto, se le richieste di restituzione dei depositi aumenta improvvisamente (come accade, ad esempio, nel caso delle c.d. corse agli sportelli, innescate da notizie relative ad eventuali difficoltà dell’intermediario bancario) oppure se il valore degli *asset* liquidi dell’intermediario diminuisce improvvisamente (come accade, ad esempio, quando partecipazioni o crediti verso altre società, anche bancarie, divengono privi di valore per l’insolvenza della controparte), l’intermediario si trova costretto a liquidare immediatamente i propri *asset* illiquidi (crediti su finanziamenti erogati a lungo termine) a condizioni che determinano rilevanti perdite ⁽¹¹⁾.

In sostanza, la fragilità connaturata all’impresa bancaria, dovuta alla sua posizione di intermediazione e all’incapacità della stessa di reagire in fretta a variazioni del contesto economico in cui agisce (*in primis*, l’aumento della domanda di restituzione dei depositi), fa sì che l’impresa bancaria sia particolarmente suscettibile a improvvisi *shock* finanziari, ma non la pone in una posizione ontologicamente diversa dalla generalità delle attività imprenditoriali. Nella prospettiva appena presa in esame, la principale differenza sta nel fatto che, per le attività imprenditoriali ordinarie, i tempi di reazione sono in genere più dilatati, potendosi di solito prevedere in anticipo eventuali crisi di liquidità ⁽¹²⁾. Quando ciò non è possibile (come, ad

⁽¹⁰⁾ Si consideri che, dal punto di vista degli effetti appena considerati, la raccolta effettuata dalla banca tramite finanziamenti a brevissimo termine concessi da terzi (per lo più, altre banche e intermediari finanziari) risulta sostanzialmente comparabile alla raccolta tramite depositi. In tal caso, infatti, poiché la banca è costretta a rifinanziarsi continuamente sul mercato, qualora coloro che ordinariamente finanziano la banca si rifiutassero di rinnovare il finanziamento (magari, in considerazione di notizie divenute pubbliche in merito a presunte difficoltà finanziarie), la banca si troverebbe quasi certamente a sperimentare uno *shock* finanziario.

⁽¹¹⁾ Il “cuscinetto” di liquidità che le banche sono tenute a garantire nell’ordinario svolgimento della loro attività (c.d. riserva obbligatoria o frazionaria) può consentire di superare solo squilibri di entità e durata ridotte, ma in presenza di eventi straordinari si rivela quasi sempre insufficiente.

⁽¹²⁾ Solitamente, infatti, l’approvvigionamento di risorse finanziarie da parte delle imprese non bancarie avviene per mezzo di finanziamenti il cui rimborso è previsto che avvenga in un termine medio-lungo. Pertanto, malgrado non possano escludersi improvvise esigenze di cassa, le imprese non bancarie sono più facilmente in grado di anticipare le proprie future esigenze finanziarie.

esempio, può accadere nel caso dell'impresca revoca di un affidamento bancario), la situazione delle imprese non bancarie risulta analoga a quella delle imprese bancarie investite da uno *shock* finanziario, con la differenza però che le imprese non bancarie dispongono di una serie di strumenti che non sarebbero compatibili con la natura dell'attività bancaria poiché prevedono la provvisoria sospensione dei diritti dei creditori. Al riguardo, ci si riferisce, in particolare, alla sospensione delle azioni esecutive e individuali dei creditori che la legge concede all'impresa debitrice in diverse ipotesi (artt. 161 e 182-*bis* l.f.) al fine di permetterle di proseguire la sua attività in attesa della definizione concordata della crisi.

L'incompatibilità di tali strumenti con riferimento alle banche si spiega con il fatto che la conservazione della continuità – che nel caso dell'impresa bancaria, a differenza di quanto accade per il resto delle imprese ⁽¹³⁾, deve essere salvaguardata quasi sempre in ragione del rischio di contagio (v. *infra*) – non può essere realizzata tramite una sospensione dei diritti dei creditori: l'essenza del *business* bancario è infatti rappresentata dalla liquidità ⁽¹⁴⁾. Salva l'ipotesi di brevissime moratorie dell'arco di poche ore, una banca insolvente è, per definizione, una banca non in continuità ⁽¹⁵⁾.

Riassumendo, nella definizione di una disciplina della crisi bancaria la sfida principale è, in sostanza, quella di individuare strumenti che assolvano alla medesima funzione prevista in generale per le procedure concorsuali (ossia, attribuire veste formale alla posizione residuale ormai assunta, in senso economico, dai creditori a causa delle perdite) in tempi compatibili con la volatilità del beni comunemente

⁽¹³⁾ Con riferimento alle imprese non bancarie, in merito alla necessità di non cadere nella tentazione di preservare la continuità aziendale di tutte le imprese – atteggiamento che finirebbe per tradursi, in molti casi, in una sorta di «accanimento terapeutico» – si rimanda a L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., pp. 46 ss. e, in particolare, p. 49.

⁽¹⁴⁾ In modo incisivo, si è detto: «*Liquidity is the lifeblood of financial institution*» (E.S. HARRIS, *Ben Bernanke's Fed: The Federal Reserve after Greenspan*, Harvard Business Press, 2013, p. 179).

⁽¹⁵⁾ In questo senso, si veda S. GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, in *LSE Financial Market Group Paper Series*, 2012, reperibile all'indirizzo www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers, p. 3 e pp. 15 ss., il quale rileva che «*To complicate the matters further, banks exist in an industry in which viability is measured minute to minute*» diversamente da altri settori dove «*it is possible for a business to suspend its activities for days or even weeks without doing irreparable damage to its commercial success*» (p. 15). Sul tema, in termini analoghi, si veda J. ARMOUR, J.N. GORDON, *Systemic Harms and Shareholders Value*, cit., p. 40; B. INZITARI, *La disciplina della crisi nel Testo Unico Bancario*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 75, Banca d'Italia, 2014, pp. 121 ss. e, ivi, p. 125; P. BRIERLEY, *The UK Special Resolution Regime for Failing Banks in an International Context*, cit.

rientranti nel patrimonio di una banca ⁽¹⁶⁾. È dunque necessario ripristinare l'equilibrio finanziario e patrimoniale in maniera sufficientemente rapida da non permettere ai terzi che intrattengono rapporti con la banca e che potrebbero innescare uno *shock* finanziario di anticipare una compressione dei loro diritti, adottando contromisure, o comunque di reagire successivamente a tale compressione ⁽¹⁷⁾.

Nel fare ciò è necessario tenere in considerazione la straordinarietà delle conseguenze che derivano dal fallimento delle banche. Qualora infatti la crisi non venga correttamente gestita, le conseguenze negative non esauriscono i propri effetti nell'ambito del patrimonio del singolo intermediario in crisi e, di riflesso, sui soci e sui creditori; al contrario, tali conseguenze si riverberano spesso sulla stabilità del complessivo sistema finanziario, sull'economia reale e sui bilanci pubblici nazionali.

⁽¹⁶⁾ Gli interventi di salvataggio posti in essere negli ultimi anni da molti Stati europei (v. *infra* nt. 24), avendo scongiurato la prospettiva di una repentina cessazione dell'attività bancaria degli intermediari coinvolti, non ci consentono di disporre di dati empirici recenti, inerenti a banche europee, circa l'entità della distruzione di valore conseguente alla perdita del *going concern*. Al riguardo, tuttavia, uno studio piuttosto risalente, ma da ritenere ancora attuale in questa prospettiva, evidenzia con chiarezza la volatilità del valore del patrimonio bancario (C. JAMES, *The Losses Realized in Bank Failures*, in *The Journal of Finance*, 46, 1991, pp. 1223 ss. e, *ivi*, p. 1228). In particolare, prendendo in esame un campione di 412 banche dichiarate insolventi tra il 1985 e il 1988 negli Stati Uniti, emerge che il valore effettivamente realizzato è stato mediamente inferiore rispetto al valore contabile dell'attivo di circa il 34% in caso di liquidazione disaggregata e di circa il 19% in caso di cessione dell'attivo in blocco. È possibile immaginare che la crisi finanziaria globale, deprimendo la domanda di *asset* bancari, abbia ulteriormente aumentato tale divario tra valori contabili e valori di realizzo. Ciò è vero soprattutto per le banche più grandi, per le quali difficilmente potrebbe trovarsi un acquirente, come dimostrato dal caso Lehman Brothers. In merito, la FDIC (*Federal Deposit Insurance Corporation*) ha simulato l'utilizzo della disciplina dell'*orderly liquidation* introdotta con il Dodd-Frank Act nel 2010, in reazione alla crisi di Lehman Brothers oltre che di altri intermediari bancari statunitensi della fine del 2008 (cfr. FDIC, *The Orderly Liquidation of Lehman Brothers Holdings Inc. under the Dodd-Frank Act*, in *FDIC Quarterly*, v. 5, n. 2, pp. 25 ss. e, *ivi*, p. 48). In particolare, la FDIC ha calcolato che, se fosse stata applicata la *orderly liquidation* – che, sebbene il nome suggerisca diversamente, consente di salvaguardare la continuità dell'attività bancaria con modalità assimilabili, dal punto di vista degli effetti, al *bail-in* (v. *infra* §5.4 e, più ampiamente, nel Capitolo III) – la perdita per i creditori non garantiti, se equamente distribuita, sarebbe stata di \$0.03 per ogni dollaro di credito. Diversamente, non essendo stato possibile preservare il valore di *going concern* di Lehman Brothers i creditori non garantiti dovrebbero aver subito mediamente una perdita di \$0.79 per ogni dollaro di credito (cfr. *Press Release del FDIC* del 18 aprile 2011, reperibile sul sito www.fdic.gov/news/news/press/2011/pr11076.html). In merito a questa vicenda, si veda anche P. CALELLO, W. ERVIN, *From bail-out to bail-in*, in *The Economist*, 28 gennaio 2010, reperibile all'indirizzo www.economist.com/node/15392186, i quali rilevano come la liquidazione disaggregata di Lehman Brothers abbia agito come moltiplicatore delle perdite per un fattore di sei (da 25 miliardi di dollari a 150 miliardi di dollari).

⁽¹⁷⁾ Cfr. S. GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, cit., p. 3; J. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible*, cit., p. 6.

Si tratta di rilevanti esternalità negative ⁽¹⁸⁾ che fanno sì che i danni immediatamente percepibili siano soltanto una minima frazione delle reali perdite conseguenti al fallimento di una banca ⁽¹⁹⁾.

Al riguardo, deve *in primis* tenersi presente che l'attività bancaria si caratterizza per un elevatissimo livello di interconnessione, con l'effetto di favorire una rapida propagazione della crisi a molti altri intermediari. Tale interconnessione può essere di due tipi: diretta o indiretta. Nel primo caso, ci si riferisce al fatto che gli innumerevoli rapporti di debito-credito che le banche intrattengono tra loro creano le condizioni affinché il fallimento di una banca comporti la svalutazione dei corrispondenti crediti iscritti quali poste attive nei bilanci di altre banche. Nel caso dell'interconnessione indiretta, ci si riferisce, invece, al fatto che tutte le banche investono in *asset* sostanzialmente della medesima tipologia. L'improvvisa esigenza da parte della banca in crisi di liquidare parte del proprio patrimonio può deprimere il valore di mercato degli *asset* da questa immessi sul mercato, con conseguente danno per tutte le altre banche che detengono i medesimi beni nel proprio patrimonio (ad esempio, ciò può accadere se la banca in crisi mette improvvisamente sul mercato un elevato numero

⁽¹⁸⁾ Per esternalità si intende, in economia, il costo (c.d. esternalità negativa) o il beneficio (c.d. esternalità positiva) che un'attività di un soggetto determina in capo ad un soggetto diverso, senza che quest'ultimo, rispettivamente, riceva una compensazione o paghi un prezzo a fronte del costo o del beneficio sopportato/ricevuto. La teoria tradizionale delle esternalità è stata formulata nel 1920 da A.C. PIGOU, *The Economics of Welfare*, Londra, 1920, trad. it. *L'economia del benessere*, Torino, 1953.

⁽¹⁹⁾ In tal senso, si veda Cfr. J. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible*, cit., pp. 3 ss.; J. ARMOUR, J.N. GORDON, *Systemic Harms and Shareholders Value*, cit., pp. 40 ss.

Al riguardo, il caso Lehman Brothers è esemplificativo dell'enorme divario esistente tra costi diretti e costi indiretti connessi con il fallimento di una banca di rilevanza sistemica. Questa banca, dichiarata fallita nel settembre 2008, poteva essere salvata – secondo gli scenari più pessimisti tratteggiati da soggetti privati potenzialmente interessati all'acquisto della società o di una parte del suo patrimonio (in specie, Bank of America)– mediante la concessione di supporto pubblico per non più di \$66 miliardi (a tanto, infatti, sarebbe ammontato il patrimonio negativo di Lehman, sebbene non manchi chi ritenga che la banca avesse in realtà un patrimonio capiente; cfr. J.B. STEWART, P. EAVIS, *Revisiting the Lehman Brothers Bailout That Never Was*, in *The New York Times*, 29 settembre 2014). Le ripercussioni del fallimento di Lehman Brothers hanno, tuttavia, comportato costi che, solo con riferimento agli Stati Uniti, possono stimarsi (con una significativa approssimazione) in \$14 trilioni (cfr. J. ARMOUR, J.N. GORDON, *Systemic Harms and Shareholders Value*, cit., p. 43). Lo straordinario divario esistente tra tali somme, malgrado l'inaccuratezza della quantificazione, evidenzia come i costi diretti dei *bail-outs* rappresentino solo una frazione minima del costo sociale in caso di fallimento di una banca "sistemica".

di strumenti finanziari di una certa tipologia, incrementando l'offerta in situazione di invarianza della domanda) ⁽²⁰⁻²¹⁾.

In sostanza, il rischio è quello di innescare un meccanismo di contagio a catena per effetto del quale il fallimento di una banca determina la crisi di altre banche. Peraltro, il contagio può anche avvenire in caso di crisi meramente apparente (ossia, quando non vi è un'effettiva diminuzione dell'attivo dovuta ad interconnessione diretta o indiretta). La percezione (anche erronea) da parte dei finanziatori a breve termine della banca (tra cui, in particolare, i depositanti) di un rischio di contagio ha il medesimo effetto di una crisi reale: anche la banca patrimonialmente più solida, se percepita come in difficoltà – a fronte di una “corsa agli sportelli” o anche solo di un'improvvisa difficoltà a rifinanziare il proprio indebitamento a breve e brevissimo termine – diverrebbe ben presto insolvente.

Inoltre, la crisi di una banca di rilevanti dimensioni – o anche di dimensioni più ridotte, se vi è contagio – si riflette pesantemente sul sistema economico ⁽²²⁾. In particolare, la funzione svolta dalle banche di commutazione di diverse preferenze di investimento (si veda sopra, in apertura di questo paragrafo) è di fondamentale importanza affinché possa essere esercitata l'attività imprenditoriale. Infatti, se il sistema bancario perde, anche solo in parte, la propria capacità di mettere a disposizione delle imprese le risorse finanziarie necessarie per compiere investimenti

⁽²⁰⁾ Sul tema, si veda anche J. ARMOUR, J.N. GORDON, *Systemic Harms and Shareholders Value*, cit., p. 41. Con riferimento all'interconnessione diretta, si veda anche S.L. SCHWARCZ, *Systemic Risk*, in *Georgetown Law Journal*, 97, 2008, pp. 193 ss. e, ivi, p. 199; con riferimento all'interconnessione indiretta, si veda ampiamente V. ACHARYA, *A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Banking Regulation*, in *Journal of Financial Stability*, 5, 2009, pp. 224 ss.

⁽²¹⁾ Il livello di interconnessione bancaria risulta particolarmente elevato nel contesto europeo. Si consideri infatti, che – in base a dati forniti dalla Commissione europea nel 2014 – dei 630 miliardi di euro di incremento complessivo del capitale delle banche dell'area Euro tra il 2008 e il 2013, circa 400 miliardi corrispondevano a partecipazioni interbancarie e soltanto 230 miliardi di euro rappresentavano capitali nuovi introdotti nel sistema bancario europeo dall'esterno. Inoltre, è significativo che il 24% degli *asset* delle banche europee corrispondevano, nel 2013, ad una posizione passiva imputabile ad altre banche europee. Cfr. *European Financial Stability and Integration Report 2013*, SWD(2014)170, parte I, pubblicato in data 28 aprile 2014.

⁽²²⁾ Il rilievo dell'impatto delle crisi bancarie sull'economia reale deve attribuirsi a B.S. BERNANKE, *Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*, in *The American Economic Review*, 73, 1983, pp. 257 ss., il quale per una curiosa coincidenza ha rivestito la carica di Presidente della FED (dal 2005 al 2014) proprio durante la recente crisi finanziaria. Sul tema, si veda anche J. ARMOUR, J.N. GORDON, *Systemic Harms and Shareholders Value*, cit., p. 41; V. ACHARYA, *Understanding Financial Crises: Theory and Evidence from the Crises of 2007-8*, in *NBER Reporter*, 2013, 1, pp. 5 ss. e, ivi, p. 7.

di lungo periodo, si ha una contrazione della capacità delle imprese di creare valore con ricadute negative per l'intero sistema (si pensi, ad esempio, all'occupazione, alle esportazioni, ecc.). Ciò risulta particolarmente vero in un sistema "bancocentrico" come quello europeo, ove le imprese raramente attingono direttamente al mercato dei capitali per finanziare le proprie attività ⁽²³⁾.

La consapevolezza delle esternalità negative appena descritte connesse con le crisi bancarie, ha spinto i governi nazionali a salvare – con interventi a carico dei bilanci pubblici – gli intermediari bancari di dimensioni rilevanti in difficoltà ⁽²⁴⁾.

⁽²³⁾ Sebbene la struttura dell'indebitamento delle grandi imprese abbia visto, anche in Europa, un parziale ridimensionamento del ruolo delle banche (c.d. disintermediazione del finanziamento all'impresa), rimane un significativo divario rispetto agli Stati Uniti ove il ricorso al finanziamento bancario è molto più limitato. I dati più recenti elaborati dalla Commissione europea con riferimento al periodo compreso tra il 2010 e il 2014 evidenziano che l'80% del debito delle imprese non finanziarie europee è verso banche, con soltanto il residuo 20% di raccolta diretta sui mercati dei capitali, mentre negli Stati Uniti la proporzione è rispettivamente del 40% di debiti bancari e 60% di raccolta diretta (tali dati sono stati presentati da Diego Valiante, *senior economist* presso Commissione europea, nel corso della conferenza *Reflections on the design and implementation of the European Banking Union* che si è tenuta a Bologna il 17 settembre 2016). Su questo tema, si vedano anche lo studio condotto dall'Advisory Scientific Committee dell'European Systemic Risk Board nel 2014 (*Is Europe Overbanked?*, ASC Report n. 4, 2014, reperibile all'indirizzo www.esrb.europa.eu/pub/asc/html/index.en.html) e l'indagine annuale sulle principali imprese multinazionali del mondo condotta dall'ufficio studi di Mediobanca (reperibile all'indirizzo www.mbres.it/it/publications/dati-cumulativi-di-imprese-multinazionali).

⁽²⁴⁾ Rimanendo in ambito solo europeo, tra le principali operazioni di salvataggio di enti creditizi degli ultimi anni possono essere citate quelle poste in essere dal Regno Unito con riferimento a Northern Rock (2008), Royal Bank of Scotland (2008), HBOS (2008) e Lloyd TSB Group (2009), quelle poste in essere dalla Germania con riferimento a Hypo Real Estate (2008) e quelle poste in essere dal Belgio con riferimento a Dexia (2008) e a Fortis (2008), in quest'ultimo caso operando congiuntamente con Olanda e Lussemburgo. Questi interventi pubblici a favore di imprese private si sono resi possibili solo grazie ad un temporaneo allentamento dei vincoli imposti in tema di aiuti di stato (J.N. GORDON, W.G. RINGE, *Bank Resolution in the European Banking Union: A Transatlantic Perspective on What it Would Take*, cit., p. 20).

Tra il 2008 e il 2013 gli Stati membri sono intervenuti a sostegno delle banche in crisi (i) con misure a copertura di perdite per circa 661 miliardi di euro (tramite ricapitalizzazioni e altre misure di sostegno patrimoniale), e (ii) con misure a supporto della liquidità che nel 2009 hanno raggiunto un valore massimo (in termini di esposizione delle finanze pubbliche verso il sistema finanziario) di circa 906 miliardi di euro (nel dettaglio, 835,8 miliardi di euro a titolo di garanzie pubbliche su passività e 70,1 miliardi di euro per finanziamenti diretti a breve termine). I dati provengono dallo *State Aid Scoreboard 2014: Aid in the context of the financial and economic crisis* della Commissione europea, disponibile all'indirizzo ec.europa.eu/competition/state_aid/scoreboard/financial_economic_crisis_aid_en.html.

Malgrado l'elevato costo complessivo sostenuto dagli Stati membri, tali salvataggi si sono resi opportuni alla luce degli ingentissimi costi per l'intera economia che sarebbero conseguiti alla liquidazione disorganizzata (*rectius*, non in continuità) dell'attività bancaria di queste banche, come accaduto nel caso Lehman Brothers (v. *supra* nt. 19).

L'esperienza del fallimento di Lehman Brothers è valso da monito per tutti e alcune banche sono state correttamente considerate “*too big (or too complex) to fail*” (da intendersi come troppo grandi, o troppo interconnesse, per essere lasciate fallire). Tuttavia, oltre alle perplessità politiche in merito all'opportunità di utilizzare fondi pubblici a vantaggio di investitori privati (soci e creditori delle banche salvate) ⁽²⁵⁾, i *bail-outs* degli ultimi anni hanno altresì messo in luce ulteriori problematiche.

In primo luogo, è emerso con chiarezza come il legame tra sistema bancario e finanze pubbliche inneschi, in uno scenario di crisi generalizzato, fenomeni di avvitamento della crisi pericolosissimi. Più precisamente, la garanzia sovrana imposta dal problema del “*too big (or too complex) to fail*” fa sì che – nel caso di difficoltà da parte di alcune banche più rilevanti – i bilanci pubblici degli Stati chiamati, se necessario, ad intervenire per salvarle vengano messi sotto pressione (come accaduto nel caso dell'Irlanda, Islanda e della Spagna); nel caso in cui, invece, siano i bilanci pubblici di uno Stato a mostrare segni di debolezza, sono le banche stabilite nello Stato ad essere messe sotto pressione (con conseguente incremento del rischio di crisi) poiché il mercato valuta meno possibile un salvataggio pubblico ove si rivelasse necessario (come accaduto nel caso di Grecia e Italia). In sostanza, in un sistema in cui la stabilità del sistema finanziario è garantita da *bail-outs* delle banche in crisi, la debolezza delle banche e quella delle finanze pubbliche nazionali – alimentandosi a vicenda – determina un circolo vizioso che, se non interrotto, può avere conseguenze disastrose ⁽²⁶⁾.

⁽²⁵⁾ Il trasferimento di risorse dai contribuenti alle banche in crisi costituisce, nella sostanza, un «*regalo pubblico*» ad azionisti e creditori della banca salvata, cfr. L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 75, Banca d'Italia, 2014, pp. 147 ss. e, ivi, p. 150.

⁽²⁶⁾ In questo senso, efficacemente, il considerando n. 6 del Regolamento (UE) n. 1024/2013, che istituisce il Meccanismo unico di vigilanza: «*In molti casi la stabilità di un ente creditizio è ancora strettamente legata allo Stato membro in cui è stabilito. I dubbi sulla sostenibilità del debito pubblico, sulle prospettive di crescita economica e sulla solidità degli enti creditizi hanno alimentato tendenze di mercato che si rinforzano a vicenda, con possibili conseguenze in termini sia di rischi per la solidità di alcuni enti creditizi e la stabilità del sistema finanziario nella zona euro e nell'Unione nel suo complesso sia di imposizione di pesanti oneri a carico delle finanze pubbliche già in difficoltà degli Stati membri interessati*». Sul tema, si veda anche P. ANGELINI, G. GRANDE, F. PANETTA, *The negative feedback loop between banks and sovereigns*, in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 213, Banca d'Italia, 2014; V. ACHARYA, *Understanding Financial Crises: Theory and Evidence from the Crises of 2007-8*, cit., p. 8; V. ACHARYA, I. DRECHSLER, P. SCHNABL, *A pyrrhic victory? Bank bailouts and sovereign credit risk*, in *The Journal of Finance*, 69, 2014, pp. 2689 ss.; J.N. GORDON, W.G. RINGE, *Bank Resolution in the European Banking Union: A Transatlantic Perspective on What it Would Take*, 2014, disponibile su SSRN, p. 23; M. HAENTJENS, *Work of International Organizations on Bank Recovery and Resolution: An Overview*, in

In secondo luogo, l'aspettativa da parte delle banche di ricevere, all'occorrenza, sostegno da parte dei governi nazionali, senza che vi sia tra tali governi alcuna forma di coordinamento, ha determinato una frammentazione lungo i confini nazionali del mercato del credito ⁽²⁷⁾. Infatti, anche all'interno dei gruppi bancari transnazionali, l'afflusso di risorse finanziarie verso mercati in *deficit* di capitali di credito è stato limitato, in anticipazione del rischio che, in caso di crisi, ciascuno Stato supporti le attività bancarie svolte all'interno dei propri confini, impedendo, al contempo, l'afflusso di risorse a sostegno di attività svolte altrove dal gruppo o, persino, dal medesimo intermediario (c.d. *ring fencing*) ⁽²⁸⁾. Tale frammentazione appare particolarmente grave in ambito europeo, ove la creazione di un Mercato comune

Bank Recovery and Resolution, a cura di M. Haentjens e B. Wessels, L'Aja, 2014, pp. 3 ss. e, ivi, p. 6; M. LEWIS, *Boomerang: The Biggest Bust*, Londra, 2011, pp. 83 ss.

In Europa, a rafforzare il circolo vizioso esistente tra finanze pubbliche e stabilità delle banche ha contribuito anche la disciplina prudenziale prevista per le banche da Basilea II e confermata, sotto questo profilo da Basilea III, che ha incentivato l'acquisto da parte delle banche di titoli del debito sovrano, prevedendo che tali investimenti abbiano un impatto molto ridotto o, in caso di *rating* positivo, non abbiano alcun impatto sul rischio della banca ai fini della determinazione delle risorse proprie. Per una condivisibile argomentazione sulla necessità di superare tale trattamento "di favore" degli investimenti delle banche in titoli del debito sovrano, si rimanda a D. GROS, *Banking Union with a Sovereign Virus. The self-serving regulatory treatment of sovereign debt in the euro area*, in *CEPS Policy Brief*, n. 289, 2013; N. BATTISTINI, M. PAGANO, S. SIMONELLI, *Systemic risk and home bias in the euro area*, in *European Economy—Economic Papers*, n. 494, p. 20.

⁽²⁷⁾ In un primo momento, infatti, malgrado la natura multinazionale di molti dei gruppi bancari europei investiti dalla crisi, il coordinamento tra Stati membri nelle operazioni di *bail-out* è stato pressoché nullo. Ne costituisce un esempio la vicenda della crisi di Fortis Bank, il cui salvataggio è stato realizzato dividendo il gruppo – operante in Belgio, Olanda e Lussemburgo – sulla base di confini geografici, malgrado esso fosse già oggetto di uno dei più avanzati accordi di supervisione congiunta tra le rispettive autorità di vigilanza all'epoca in vigore. Tale vicenda ha dimostrato in maniera concreta e inequivocabile la tensione esistente tra la natura transnazionale dei gruppi bancari e l'approccio localistico degli ordinamenti nazionali nella gestione delle crisi bancarie, come esplicitamente rilevato dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria nel *report* pubblicato nel mese di marzo 2010 (*Report and recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group*, 2010, p. 11, reperibile all'indirizzo www.bis.org/publ/bcb169.htm). Sul tema, si veda anche J.N. GORDON, W.G. RINGE, *Bank Resolution in the European Banking Union: A Transatlantic Perspective on What it Would Take*, cit., pp. 22 ss.; M. HAENTJENS, *Work of International Organizations on Bank Recovery and Resolution: An Overview*, cit., p. 6.

⁽²⁸⁾ Cfr. B.J. ATTINGER, *Crisis management and bank resolution: Quo vadis, Europe?*, in *European Central Bank Legal Working Paper Series*, 13/2011, p. 16, disponibile su SSRN; M. HAENTJENS, *Work of International Organizations on Bank Recovery and Resolution: An Overview*, in *Bank Recovery and Resolution*, cit., p. 6; A. CAPIZZI, S. CAPPIELLO, *Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzata di debito in capitale*, negli Atti del convegno orizzonti del diritto commerciale 2014, 2014, p. 5, reperibile all'indirizzo www.orizzontideldirittocommerciale.it/atti-dei-convegni-associativi/2014/; THE ECONOMIST, *Europe's zombie banks. Blight of the living dead*, 13 luglio 2013.

costituisce elemento fondamentale del processo di integrazione europea sin dal Trattato di Roma del 1957 ⁽²⁹⁾.

Infine, in una prospettiva più ampia, occorre considerare che l'aspettativa del sostegno pubblico in caso di crisi – già diffusa, ma avvalorata dagli interventi di salvataggio delle banche posti in essere dai governi nazionali durante la crisi finanziaria – ha determinato il pericolo di un'eccessiva assunzione di rischi (c.d. *moral hazard*) ⁽³⁰⁾. Gli amministratori (nell'interesse dei soci, di cui sono espressione) hanno potuto fare affidamento sull'intervento pubblico in caso di crisi, con conseguente incentivo razionale a gestire l'impresa bancaria in modo eccessivamente speculativo. Infatti, potendosi attendere di esternalizzare sui bilanci pubblici parte delle perdite, i soci sono razionalmente incentivati all'eccessiva assunzione di rischi: essi potrebbero beneficiare integralmente dei profitti di un'iniziativa speculativa e, in caso di insuccesso, non subirebbero alcuna conseguenza (o subirebbero solo conseguenze ridotte). La situazione in cui si sono trovate quindi le banche – dal punto di vista degli incentivi – non è diversa da quella descritta rispetto a tutte le società quando, in presenza di uno squilibrio finanziario e/o patrimoniale, il controllo continui ad essere affidato ai soci (v. *supra* Cap. I, §1.2). Tuttavia, nel caso delle banche, la propensione all'eccessiva assunzione di rischi si verificherebbe sempre, anche quando l'intermediario si trova *in bonis*, per effetto della descritta garanzia sovrana (non soltanto quando i soci hanno ormai perso il valore del proprio investimento, come accade nelle società non bancarie).

Inoltre, la prospettiva dei salvataggi pubblici ha rafforzato ulteriormente il pericolo di un'eccessiva assunzione di rischi anche dal lato degli incentivi dei creditori.

⁽²⁹⁾ Significativa è al riguardo la dichiarazione resa dal Commissario Barnier il 27 giugno 2013, in occasione del raggiungimento dell'accordo politico tra i Ministri degli Stati membri su una prima bozza di disciplina europea delle crisi bancarie, con la quale rileva l'importanza fondamentale del nuovo quadro giuridico al fine di preservare la «*integrity and unity of the Single Market*» grazie alla circostanza che tutte le banche «*in all Member States will be subject to harmonised provisions governing how resolution is carried out and how the costs are shared. No Member State will be able to subject banks to less onerous resolution arrangements, for example based on its fiscal strength. As a result there will be no discrimination between investors in the EU and fragmentation in funding conditions for banks operating in different Member States will decrease. A degree of necessary flexibility to carve out certain categories of creditors in order to protect financial stability has been given to national resolution authorities but it is sufficiently framed so that the integrity of the Single Market is not undermined*».

⁽³⁰⁾ Su tale pericolo, già noto alla dottrina prima della crisi iniziata nel biennio 2007-2008, si veda G.H. STERN, R.J. FELDMAN, *Too big to fail: The hazards of bank bailouts*, Brookings Institution Press, 2004, cui si rimanda diffusamente e, in particolare, pp. 17 ss.

Di regola, l'assunzione di rischi eccessivi da parte di un'impresa è frenata (anche) per effetto del riflesso sul costo del credito: in assenza di asimmetrie informative, rischio di insolvenza e tassi di interesse mediamente praticati dai finanziatori dell'impresa sono in un rapporto di proporzionalità diretta. Conseguentemente, l'assunzione di ulteriori rischi comporta un beneficio per l'impresa solo quando i vantaggi attesi sono superiori al previsto aumento del costo del finanziamento. Tale meccanismo, operando tramite i tassi di interesse, permette di internalizzare, almeno in via tendenziale, le esternalità che l'assunzione di strategie speculative pone a carico dei creditori ⁽³¹⁾. Nel caso delle banche, tuttavia, la garanzia sovrana imposta dal problema del “*too big (or too complex) to fail*” ha inibito l'operare di tale meccanismo: ai creditori manca un incentivo a monitorare le condizioni finanziarie della banca debitrice e riflettere il relativo rischio di insolvenza sul tasso di interesse praticato, poiché consapevoli che, in caso di crisi, la soddisfazione del loro credito è assicurata dall'intervento pubblico. L'effetto è, appunto, quello di creare le condizioni per cui l'intermediario bancario abbia un incentivo razionale ad assumere rischi eccessivi ⁽³²⁾.

⁽³¹⁾ Occorre tuttavia tenere presente che il meccanismo descritto di re-internalizzazione del rischio di *default* a carico dei creditori, tramite la determinazione di un adeguato tasso di interesse, si basa sul presupposto che i creditori siano sufficientemente diversificati nel loro investimento (e che, pertanto, il tasso di interesse sia in grado di remunerare adeguatamente su base statistica l'insolvenza di uno o più dei debitori). Inoltre, il funzionamento di tale meccanismo è esposto al rischio di opportunismo del debitore che potrebbe: (i) *ex ante*, mentire circa l'entità del proprio patrimonio e la rischiosità dell'attività imprenditoriale svolta; (ii) *ex post*, sfruttare l'incapacità dei creditori di adeguare il tasso di interesse pattuito dopo la concessione del finanziamento per sottrarre *asset* alla società, aumentare la rischiosità del *business* intraprendendo attività speculative o aumentare significativamente l'indebitamento ottenendo ulteriori finanziamenti, eventualmente anche preordinati a quelli precedenti (c.d. *debt dilution*). In argomento, si veda J. ARMOUR, G. HERTIG, H. KANDA, *Transactions with Creditors*, in (Aa.Vv.) *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, 2009, pp. 115 ss.; L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., pp. 23 ss.

⁽³²⁾ Appaiono, in questo senso, esemplificative le dichiarazioni del Board of Governors della Federal Reserve statunitense che – all'interno di un documento in cui ha esplicitato le modalità con cui sono determinati i requisiti aggiuntivi di capitale prudenziale previsti per le banche sistemiche di rilevanza globale (GSIBs) – ha sostenuto che le «GSIBs [have] enjoyed a “too-big-to-fail” funding advantage prior to the crisis [...] deriv[ing] from the belief of some creditors that the government might act to prevent [such a firm] from defaulting on its debts. This belief leads creditors to assign a lower credit risk to GSIBs than would be appropriate in the absence of this government “subsidy,” with the result that GSIBs can borrow at lower rates. This creates an incentive for GSIBs to take on even more leverage and make themselves even more systemic (in order to increase the value of the subsidy), and it gives GSIBs an unfair advantage over less systemic competitors» (BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE, *Calibrating the GSIB Surcharge*, 20 luglio 2015, p. 13, reperibile all'indirizzo www.federalreserve.gov/aboutthefed/boardmeetings/gsib-methodology-paper-20150720.pdf). Sul tema, si rimanda anche a J. ARMOUR, J.N. GORDON, *Systemic Harms and Shareholders Value*, cit., p. 37; J. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible*, cit., p. 5; E. AVGOULEAS, C. GOODHART,

Prima della crisi il problema del *moral hazard* nel settore bancario, che era già stato identificato ⁽³³⁾, veniva prevalentemente affrontato facendo uso della c.d. *constructive ambiguity*, ossia della mancata predisposizione di un quadro normativo per la gestione delle crisi bancarie che prevedesse una garanzia sovrana ⁽³⁴⁾. Tale approccio – oltre ad essersi rivelato inadeguato all’obiettivo di attenuare il *moral hazard* ⁽³⁵⁾ – è stato persino dannoso in quanto ha reso particolarmente difficoltosa la gestione delle crisi bancarie, alimentato incertezze che hanno contribuito a determinare la fuga dei finanziatori delle banche in crisi ⁽³⁶⁾ e creato i presupposti per l’esplosione di insidiosi contenziosi ⁽³⁷⁾. Come vedremo nel prossimo paragrafo, l’insegnamento derivante dal fallimento dell’approccio tradizionale della *constructive ambiguity* è stato posto alla base delle successive iniziative di riforma.

Critical Reflections on Bank Bail-ins, in *Journal of Financial Regulation*, 2015, pp. 3 ss. e, ivi, p. 4; S.L. SCHWARCZ, *Misalignment: Corporate Risk-Taking and Public Duty*, disponibile su SSRN, 2016.

⁽³³⁾ Si veda, per tutti, G.H. STERN, R.J. FELDMAN, *Too Big to Fail: The Hazards of Bank Bailouts*, cit.

⁽³⁴⁾ La formalizzazione più completa di tale approccio, che è stato poi ripreso da più parti, sembra doversi attribuire a X. FREIXAS, *Optimal Bail Out Policy, Conditionality ad Constructive Ambiguity*, disponibile su SSRN, 1999. Per una valutazione critica di tale approccio, alla luce della recente crisi finanziaria, si veda D.A. SKEEL JR., *Single Point of Entry and the Bankruptcy Alternative*, in (Aa.Vv.) *Across the Great Divide: New Perspectives on the Financial Crisis*, a cura di M.N. Baily e J.B. Taylor, pp. 311 ss. e, ivi, p. 315.

⁽³⁵⁾ L’esperienza empirica ha dimostrato che i mercati sono molto più sensibili agli eventi fattuali, rispetto al quadro normativo e alle sue eventuali evoluzioni. L’assenza di previsioni normative che prevedano formalmente una garanzia sovrana dei debiti delle banche sistemiche non esclude che il mercato nutra aspettative in tal senso. Invero, persino l’introduzione di un quadro normativo per la gestione delle crisi bancarie che escluda espressamente un intervento pubblico e offra strumenti idonei ad imporre i costi del dissesto a carico degli azionisti e dei creditori della banca ha sortito un effetto molto minore, in termini di riduzione dell’aspettativa di un *bail-out* pubblico, rispetto ad eventi fattuali quali il *bail-in* dei creditori delle banche di Cipro nel marzo 2013. Ciò emerge con chiarezza dall’analisi dell’andamento dei *credit default swaps*, in occasione dei principali eventi relativi alle crisi bancarie europee e all’evoluzione del relativo quadro normativo, condotta da A. SCHÄFER, I. SCHNABEL, B. WEDER DI MAURO, *Bail-in Expectations for European Banks: Actions Speak Louder than Words*, 2016, disponibile all’indirizzo www.cepr.org.

⁽³⁶⁾ In tal senso, T. CONLON, J. COTTER, *Anatomy of a Bail-In*, in *Journal of Financial Stability*, 15, 2014, pp. 257 ss., i quali ritengono che la mancanza di chiarezza sulle conseguenze della crisi, soprattutto quando relativa a gruppi multinazionali, abbia contribuito al contagio dando luogo ad una fuga degli investitori (“*flight-to-safety*”).

⁽³⁷⁾ Si veda quanto, ad esempio, accaduto nella vicenda di Fortis Bank in E. HÜPKES, *Special bank resolution and shareholders’ rights: balancing competing interests*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 2009, 17, pp. 277 ss. e, ivi, p. 280. Più in generale, con riferimento al rischio di contenziosi, cfr. L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., p. 151.

In conclusione, riepilogando, le crisi bancarie presentano alcuni problemi sostanzialmente comuni nei loro tratti essenziali a quelli riscontrati per tutte le imprese (*i.e.*, corretta determinazione degli incentivi per coloro che gestiscono e monitorano l'impresa, conservazione dei valori attivi tramite la continuità aziendale). Tuttavia, nel caso delle banche la gestione inadeguata della crisi – lungi dal determinare soltanto una distruzione di valore nel patrimonio dell'impresa colpita dalla crisi – produce conseguenze straordinarie che si riverberano sull'intero sistema economico e sui bilanci pubblici ⁽³⁸⁾. L'utilizzo di fondi pubblici al fine di impedire che la crisi di una banca determini tali conseguenze straordinarie è una soluzione che, oltre che difficilmente sostenibile da un punto di vista politico, altera il sistema degli incentivi, ponendo condizioni che favoriscono il ripresentarsi del medesimo problema. Quanto detto evidenzia le ragioni che stanno alla base dell'enorme dispendio di energie che è stato profuso negli ultimi anni nella determinazione di un sistema efficiente di gestione delle crisi bancarie. I risultati così raggiunti possono offrire spunti importanti anche in relazione alla gestione delle crisi delle imprese non bancarie (oggetto del Capitolo IV). Ciò, in ragione della sostanziale comunanza dei problemi affrontati, che si differenziano significativamente soltanto per lo straordinario impatto delle conseguenze che produce una gestione inefficiente degli stessi.

3. Le riforme avviate a livello internazionale e di singoli stati

Quasi fin da subito nel corso della recente crisi finanziaria, non appena arginata la prima emergenza, molti stati e organismi sovranazionali hanno intrapreso progetti di riforma in materia di gestione delle crisi bancarie. L'esperienza dei primi salvataggi bancari ha fatto sì che il punto di partenza di tali progetti fosse duplice: il pieno riconoscimento dei problemi connessi con il ricorso per le banche a meccanismi concorsuali operanti (solo) sul patrimonio e la ferma volontà politica di evitare che, in futuro, il costo delle insolvenze bancarie possa nuovamente ricadere sui contribuenti (con l'effetto di socializzare le perdite di un'attività imprenditoriale i cui profitti sono, in genere, privati). In sostanza, tali iniziative di riforma hanno sin da

⁽³⁸⁾ In questo senso, chiaramente, J. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible*, cit., p. 30, il quale afferma che «*Many financial institutions differ from ordinary firms in that their failure has the potential to engender systemic risk: contagion in the financial system which ultimately creates losses in the real economy amounting to many times the losses to investors in the institutions*».

subito individuato come obiettivo quello di individuare meccanismi concorsuali che consentissero di porre fine al problema del *too big (or too complex) to fail* (v. *supra* §2), ponendo i costi della crisi dell'impresa bancaria sugli azionisti e sui creditori – come accade comunemente per tutte le società industriali – senza porre a rischio la stabilità del sistema finanziario.

Sebbene fosse già evidente che la natura internazionale (e spesso globale) dell'attività bancaria e la stretta interconnessione dei mercati finanziari imponessero una soluzione coordinata a livello internazionale ⁽³⁹⁾, in un primo momento le iniziative di riforma in materia hanno avuto carattere nazionale. Molti stati, infatti, erano all'epoca privi di una disciplina speciale per la gestione delle crisi bancarie e non era, quindi, per essi possibile attendere i tempi necessari per arrivare alla creazione di un quadro normativo condiviso in ambito europeo e, possibilmente, globale. Tra i principali stati che, subito dopo la prima ondata di salvataggi pubblici, sono intervenuti individualmente introducendo una disciplina speciale per le crisi bancarie

⁽³⁹⁾ Nella dichiarazione resa dal G-20 al termine del Summit sui mercati finanziari e sull'economia mondiale, tenutosi a Washington il 15 ottobre 2008, si legge «*Over the past months our countries have taken urgent and exceptional measures to support the global economy and stabilize financial markets. These efforts must continue. At the same time, we must lay the foundation for reform to help to ensure that a global crisis, such as this one, does not happen again*». Ancora più precisamente, nel corso della riunione del G-20 tenutasi a Toronto nel giugno 2010 fu deciso che «*the adoption of effective, credible resolution regimes to ensure resolution of all financial institutions without costs to the taxpayer and with minimal systemic impact*» rappresentava una delle quattro tematiche fondamentali su cui concentrare il processo di riforma del sistema finanziario globale.

L'esigenza di superamento delle incoerenze regolamentari nelle discipline nazionali del settore finanziario veniva evidenziata chiaramente anche dal rapporto del 25 febbraio 2009 predisposto dall'*High-level Group on Financial Supervision in the EU*, presieduto da J. de Larosière (c.d. Rapporto *de Larosière*), reperibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/de_larosiere_report_en.pdf. In particolare, si vedano le raccomandazioni n. 10 e n. 20 del Rapporto *de Larosière*.

vi sono il Regno Unito ⁽⁴⁰⁾, la Danimarca ⁽⁴¹⁾ e la Germania ⁽⁴²⁾. Diversamente, in Italia non è stato necessario intervenire con urgenza poiché il nostro ordinamento, già da tempo, contemplava procedure speciali per la gestione delle crisi bancarie (amministrazione straordinaria e liquidazione coatta amministrativa) che – benché inadeguate a garantire l'ordinata gestione delle crisi bancarie in assenza di un contributo pubblico – consentivano quantomeno di evitare ripercussioni sulla stabilità del sistema finanziario ⁽⁴³⁾.

Sebbene le discipline nazionali introdotte in via emergenziale abbiano avuto il merito, in molti casi, di guidare il processo internazionale di definizione di un quadro normativo comune, esse hanno mostrato ben presto i limiti derivanti da un approccio non coordinato. Il rischio si è dimostrato, infatti, essere quello di innescare una corsa al ribasso tra ordinamenti, una volta fatto fronte all'emergenza. Più precisamente, da

⁽⁴⁰⁾ Con il *Banking Act* del febbraio 2009, fu introdotto uno “*Special Resolution Regime*” che modificava per le banche la disciplina comune delle procedure concorsuali (sino a quel momento applicabile *sic et simpliciter* anche alle banche), prevedeva misure volte ad agevolare il trasferimento di una banca in crisi ad eventuali soggetti privati interessati (anche tramite il ricorso alla *bridge bank*) e consentiva la nazionalizzazione temporanea delle banche in crisi.

⁽⁴¹⁾ Con il *Bank Package III* adottato il 25 giugno 2010, la Danimarca introdusse una forma di cancellazione e conversione delle passività (c.d. *haircut*) per le banche di dimensioni più piccole molto simile allo strumento del *bail-in* che il legislatore europeo ha, poi, imposto di adottare a tutti gli Stati membri entro il 1° gennaio 2016 (tale strumento è oggetto di esame nel Capitolo III). Con tale intervento, il governo danese intendeva assicurare che la crisi delle banche potesse essere risolta senza ricorrere a fondi pubblici. Come si dirà più avanti (nel testo e alla nt. 45), il governo danese fu, di fatto, costretto a mettere da parte tale soluzione nel settembre 2011 con il *Bank Package IV* a causa del rischio che – per effetto di tale rigoroso approccio non accompagnato da analoghe misure in altri paesi – le banche danesi risultassero penalizzate.

⁽⁴²⁾ Con il *Bank Restructuring Act* adottato il 14 dicembre 2010 ed entrato in vigore il 1° gennaio 2011, con il quale vennero introdotte una procedura di *recovery* (*Sanierungsverfahren*), accessibile a tutte le banche, e una procedura di *restructuring* (*Reorganisationsverfahren*), accessibile solo alle banche di rilevanza sistemica.

⁽⁴³⁾ Già la legge bancaria del 1936-1938 introduceva in Italia le procedure di amministrazione straordinaria e liquidazione coatta amministrativa. Tali procedure – riprodotte e razionalizzate, senza grandi innovazioni, nel Testo Unico Bancario 1993 (O. CAPOLINO, G. COSCIA, E. GALANTI, *La crisi delle banche e delle imprese finanziarie*, in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. Galanti., in *Trattato diritto economia*, diretto da Picozza e Gabrielli, Padova, 2008, pp. 873 ss.) – avevano dimostrato di consentire, se affiancate da un sostegno pubblico, l'ordinata gestione delle crisi bancarie. Al riguardo, si ricorda la crisi del Banco Ambrosiano nel 1982 (dove si era proceduto al trasferimento degli *asset* ad una *newco*, con sostegno pubblico ai sensi del d.m. Tesoro del 27 settembre 1974) e del Banco di Napoli nel 1996 (dove era proceduto al trasferimento dei crediti problematici ad un veicolo, destinato ad operare come *bad bank*, e alla ricapitalizzazione del Banco di Napoli da parte del Ministero del Tesoro, previo azzeramento del capitale sociale). Sul tema, si veda L. STANGHELLINI, *La gestione delle crisi bancarie. La tradizione italiana e le nuove regole europee*, in *Ricerche giuridiche*, 2015, vol. 4, n. 2, p. 1 ss.

un lato, in una prospettiva collettiva, tutti gli stati beneficiano – alla luce della strettissima interconnessione tra mercati finanziari – di previsioni che, in tutti gli ordinamenti, riducano *ex ante* il rischio di crisi bancarie e il loro eventuale costo e offrano *ex post*, nel caso in cui si verifichi comunque una crisi, strumenti adeguati. Dall'altro, nella prospettiva individuale del singolo governo nazionale, la scelta più razionale è beneficiare della riduzione generale del rischio sistemico derivante dalla predisposizione di adeguate tutele in altri ordinamenti, senza però limitare l'attività delle proprie banche e, così, offrendo ad esse un vantaggio competitivo. In sostanza, quello che si verifica è un tipico dilemma del prigioniero, che non può essere efficientemente risolto se non tramite un approccio comune ⁽⁴⁴⁾. Esemplificativo è il caso della Danimarca che, dopo aver introdotto nel 2010 un meccanismo per evitare l'utilizzo di fondi pubblici nel salvataggio delle banche, è dovuta tornare rapidamente sui suoi passi dietro le pressioni dei mercati finanziari che rischiavano di minare la competitività internazionale delle banche e degli intermediari finanziari danesi ⁽⁴⁵⁾.

In considerazione di quanto sopra, hanno ricevuto forte impulso, quasi da subito, le iniziative internazionali volte alla definizione di un quadro normativo armonizzato, almeno nei suoi principi base, tra gli stati cui fanno capo le economie finanziariamente più sviluppate. Al riguardo, un ruolo preponderante deve riconoscersi al *Financial Stability Forum*, costituito nel 1999 per promuovere la stabilità finanziaria a livello globale, ma rimasto pressoché inattivo sino all'irrompere della crisi finanziaria del 2007 in occasione della quale ha mutato il nome in *Financial Stability*

⁽⁴⁴⁾ In tema, si rinvia *supra* Cap. I, §2.3, nt. 81.

⁽⁴⁵⁾ L'evento scatenante fu la crisi di una piccola banca nazionale chiamata Amagerbanken nel febbraio 2011, che fu salvata applicando la disciplina del *Bank Package III* e, dunque, cancellando passività chirografarie (obbligazioni e depositi non garantiti). In conseguenza, Moody's abbassò il *rating* di tutte le obbligazioni non garantite emesse da banche danesi e aumentò significativamente il costo sostenuto dalle banche danesi per finanziarsi sul mercato. Dopo l'esperienza di Amagerbanken (subito ribattezzata "Armageddonbank", per le conseguenze innescate dalla sua crisi), venne attuato solo un altro *haircut* nei confronti di una banca piccolissima (Fjordbank Mors) e, poco dopo, il legislatore danese adottò il *Bank Package IV* (c.d. *Consolidation Package*), che rafforzava il sistema nazionale di garanzia dei depositanti, consentendo di supportare soluzioni di mercato che non imponessero perdite sui creditori chirografari. Ciò al fine di preservare la competitività del sistema finanziario nazionale. Sulla vicenda, si veda C. MACCARTHY, *Denmark calm over significance of bank downgrades*, in *Financial Times*, 19 maggio 2011, reperibile all'indirizzo www.ft.com/intl/cms/s/0/5506c354-81f6-11e0-a063-00144feabdc0.html#axzz3rCSp5bII, e T. ALLOWAY, *Concerns grow over Denmark's bail-in rules*, in *Financial Times*, 23 maggio 2011, reperibile all'indirizzo www.ft.com/cms/s/0/281c7f70-855f-11e0-ae32-00144feabdc0.html#axzz3rCSp5bII.

Board (FSB) ⁽⁴⁶⁾. Nell'ambito di tale organo sono stati elaborati i *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, una raccolta di dodici gruppi di caratteristiche essenziali che qualsiasi regime nazionale o sovranazionale dovrebbe possedere per assicurare un'adeguata prevenzione e gestione delle eventuali crisi che coinvolgano banche di rilevanza sistemica ⁽⁴⁷⁾. In estrema sintesi, le fondamentali linee direttrici individuate dai *Key Attributes* – lungo le quali sono poi sviluppati i regimi di prevenzione e gestione delle crisi bancarie successivamente elaborati a livello nazionale ed europeo – sono le seguenti.

A) Il riconoscimento dell'importanza cruciale della programmazione *ex ante* della crisi, attuata tramite la costante vigilanza da parte delle autorità pubbliche circa la risolvibilità di ciascuna banca (*rectius*, dell'assenza di impedimenti alla risoluzione di un'eventuale crisi), cui si deve accompagnare un'attenta pianificazione degli scenari di crisi possibili e delle modalità con cui nell'eventualità affrontarli. Più precisamente, i *Key Attributes* suggeriscono l'introduzione di un obbligo di predisporre, e tenere costantemente aggiornati, dei piani che operano come una sorta di “testamento” (e, infatti, sono noti come *living wills* o *contingency plans*) con cui ciascuna banca stabilisce in anticipo come potrà affrontare una sua eventuale crisi (c.d. *recovery plans*) e le autorità nazionali competenti stabiliscono in anticipo come potranno intervenire in caso di crisi della banca (c.d. *resolution plans*);

B) La previsione di strumenti che consentano di gestire una crisi bancaria – garantendo rapidità di azione e preservando la continuità delle attività sistemiche – senza tuttavia far ricorso a fondi pubblici e allocando le perdite sugli azionisti e, se necessario, sui creditori non garantiti secondo la gerarchia delle relative pretese e nel rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio (c.d. “*no creditor worse off*”), secondo cui nessun azionista o creditore può ricevere un trattamento peggiore rispetto

⁽⁴⁶⁾ Partecipano al *Financial Stability Board* i rappresentanti dei governi e delle autorità nazionali (banche centrali e autorità di vigilanza) di tutti gli stati parte del G20, oltre alla Spagna, Olanda, Svizzera, Singapore e Hong Kong, e i rappresentanti dei comitati di esperti nel settore finanziario (tra cui, ad esempio, il Comitato di Basilea).

⁽⁴⁷⁾ I *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* sono stati pubblicati dal FSB nell'ottobre 2011 e hanno ricevuto un forte riconoscimento politico nelle dichiarazioni conclusive del summit del G-20 tenuto a Cannes il 4 novembre 2011. Tale documento è stato ulteriormente sviluppato nel 2014, integrando la versione del 2011 con riferimento al coordinamento tra stati nell'ambito della gestione delle crisi bancarie e in relazione alla protezione dei diritti dei clienti sui beni detenuti per conto di essi dalle banche in crisi. La versione dei *Key Attributes* pubblicata dal FSB il 15 ottobre 2014 può essere reperita all'indirizzo www.financialstabilityboard.org/2014/10/r_141015/.

all'ipotesi di liquidazione della banca in crisi. Ciò, al fine di evitare i problemi messi in luce con riferimento all'utilizzo dei meccanismi concorsuali basati sulla liquidazione del patrimonio con riferimento alle banche (circolo vizioso tra solidità del sistema bancario e finanze pubbliche, eccessiva assunzione di rischi, ecc.; v. *supra* §2).

C) La protezione dei depositanti garantiti e dei clienti per conto dei quali la banca detenga fiduciariamente beni, al fine di ridurre il rischio di *shock* finanziari spesso generati, come descritto nel precedente paragrafo, da “corse agli sportelli” innescate dalla diffusione di notizie su (reali o, anche, erroneamente supposte) difficoltà finanziarie della banca.

D) La previsione di meccanismi di cooperazione internazionale che permettano lo scambio di informazioni e il coordinamento tra gli interventi delle autorità in caso di crisi di una banca transnazionale.

Come si vedrà nel prossimo paragrafo, il legislatore europeo ha ripreso pressoché tutte queste caratteristiche nella direttiva *Bank Recovery and Resolution Directive* (e nel regolamento sul *Single Resolution Mechanism*), sviluppando altresì alcuni degli strumenti descritti nei loro tratti essenziali dai *Key Attributes* (ad esempio, piani di risanamento e di risoluzione; *bail-in* e gli altri strumenti di risoluzione).

4. L'Unione bancaria europea

In Europa la creazione di quadro normativo armonizzato per la gestione delle crisi bancarie è stata avvertita come una priorità assoluta. A ciò hanno concorso, oltre alle considerazioni generali evidenziate nei paragrafi precedenti, il rischio che un approccio non coordinato tra Stati membri pregiudicasse il mercato comune europeo (come, di fatto, avvenuto nell'immediatezza della crisi, v. *supra* §2). Un approccio non armonizzato alle crisi bancarie rappresenta un incentivo alla frammentazione dell'attività bancaria lungo confini nazionali, impedisce l'effettiva concorrenza tra banche stabilite in Stati membri diversi (c.d. *level playing field*) ⁽⁴⁸⁾ e ostacola la circolazione dei capitali ⁽⁴⁹⁾.

⁽⁴⁸⁾ Si ricordi quanto detto *supra* alla nt. 32.

⁽⁴⁹⁾ La libera circolazione dei capitali all'interno del mercato unico europeo costituisce una priorità assoluta per l'Unione europea in quanto la frammentazione dei mercati finanziari impedisce,

A tal fine, le istituzioni europee hanno intrapreso, a partire dal 2012, una serie di iniziative normative complessivamente riconducibili ad un disegno organico identificato sotto l'etichetta di "Unione Bancaria" ⁽⁵⁰⁾. Tale disegno si articola in tre aree di intervento: la vigilanza bancaria, la prevenzione e gestione delle crisi e la creazione di un sistema di garanzia dei depositanti europeo ⁽⁵¹⁾. A tali aree di

tra le altre cose, il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Durante la crisi, la frammentazione del mercato bancario ha fatto sì infatti che, «a fronte del medesimo livello di riferimento dei tassi decisi dalla BCE, si sono osservate divergenze nelle condizioni prevalenti sui mercati interbancari e, da ultimo, nel costo del credito per famiglie e imprese» (così, C. BARBAGALLO, *L'Unione Bancaria Europea*, intervento alla tavola rotonda "Verso l'Europa Unita. Gli obiettivi raggiunti, gli ostacoli da superare, le nuove sfide", 6 maggio 2014, p. 4, reperibile all'indirizzo www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2014/Barbagallo-06-maggio.pdf). Per un'analisi più approfondita del tema, si rinvia a D. HOWARTH, L. QUAGLIA, *Banking Union as Holy Grail: Rebuilding the Single Market in Financial Services, Stabilizing Europe's Banks and 'Completing' Economic and Monetary Union*, in *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 51.S1, 2013, pp. 103 ss. e, in particolare, pp. 104 ss.

Al fine di abbattere le barriere che ostacolano la circolazione dei capitali all'interno del mercato unico europeo, la Commissione ha elaborato un piano di interventi che coinvolgeranno molti settori e che vanno sotto la denominazione *Capital Market Union* (CMU). Cfr. *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, COM(2015)468 final, pubblicato il 30 settembre 2015 e reperibile al sito http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/building-cmu-action-plan_en.pdf, e più recentemente la comunicazione pubblicata il 14 settembre 2016, *Capital Markets Union - Accelerating Reform*, COM(2016) 601 final (disponibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/finance/capital-markets-union/docs/20160913-cmu-accelerating-reform_en.pdf), con l'obiettivo di dare nuovo impulso alle riforme richieste per l'attuazione della CMU. Sul tema, si veda ampiamente D. VALIANTE, *Europe's Untapped Capital Market: Rethinking integration after the great financial crisis*, Londra, 2016.

⁽⁵⁰⁾ Al riguardo, si veda la "Roadmap towards a Banking Union" (disponibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52012DC0510>) con la quale nel settembre 2012 la Commissione europea tracciava la strada verso l'attuazione in Europa dell'Unione Bancaria. Tuttavia, già nel giugno 2012 si era dato formalmente avvio agli iter normativi che hanno, poi, condotto all'adozione del Regolamento (UE) n. 1024/2013 (istitutivo del *Single Supervisory Mechanism*) e della direttiva 2014/59/UE (*Bank Recovery and Resolution Directive*).

⁽⁵¹⁾ In Europa, a differenza di quanto accaduto negli Stati Uniti (cfr. P. DAVIES, *Structural Regulation*, in *Principles of Financial Regulation*, Aa.Vv., Oxford University Press, 2016), si è deciso (per il momento) di non prevedere misure strutturali al fine di contenere il rischio sistemico posto dalle banche e, in particolare, si è scelto di non imporre una separazione tra attività bancaria e attività non bancaria (c.d. *Volcker Rule*, dal nome del precedente presidente della Federal Reserve che propose tale regola; cfr. P. VOLCKER, *How to Reform Our Financial System*, in *New York Times*, 30 gennaio 2010, reperibile all'indirizzo www.nytimes.com/2010/01/31/opinion/31volcker.html?pagewanted=all). Tale regola presenta costi molto alti (ad esempio, perdita di competitività delle banche e superamento del radicato modello della banca "universale", diffuso nel nostro e in molti altri ordinamenti europei) a fronte di benefici incerti in termini di riduzione del rischio sistemico (le attività rischiose si sposterebbero verso altri settori meno regolati, come il c.d. sistema bancario "ombra"). Inoltre, lo stesso obiettivo di riduzione delle dimensioni e della complessità delle banche – imposto dalla necessità di superare il problema del *too big, or too complex, to fail* – risulta già perseguito, nel quadro normativo europeo, tramite la vigilanza prudenziale (in specie, la possibilità di graduare i requisiti di capitale in relazione al rischio sistemico posto dalla banca) e tramite la disciplina della risoluzione (in specie, le norme in tema di preparazione della crisi e la possibilità per l'autorità di rimuovere eventuali impedimenti alla

intervento corrispondono dei sistemi di relazioni tra autorità centrali europee e autorità nazionali cui si fa generalmente riferimento con il nome di “pilastri”:

- 1) il Meccanismo unico di vigilanza (*Single Supervisory Mechanism* o SSM);
- 2) il Meccanismo unico di risoluzione (*Single Resolution Mechanism*);
- 3) il Sistema europeo di assicurazione sui depositi (*Deposit Guarantee Scheme*).

Ad oggi, soltanto due dei tre pilastri elencati sopra sono stati attuati: il progetto di creazione di un sistema unico di garanzia dei depositanti ha infatti subito forti resistenze (in particolare da parte della Germania⁵²) e, dopo un periodo in cui sembrava essere stato definitivamente abbandonato, ha ricevuto soltanto recentemente nuovo impulso (⁵³). Per quanto riguarda gli altri due pilastri, essi hanno ormai ricevuto definitiva attuazione e sono entrati quasi pienamente a regime.

Più nel dettaglio, per quanto riguarda il primo dei tre pilastri elencati, concernente la vigilanza bancaria, esso coinvolge gli Stati membri partecipanti all'Eurozona e quelli che decideranno, tramite un meccanismo di *opt-in*, di parteciparvi (⁵⁴). Con il regolamento n. 1024/2013 istitutivo del *Single Supervisory Mechanism*, la

risolvibilità di una banca in caso di ipotetica crisi, su cui *infra* §4 e, più estesamente con riferimento al *bail-in*, Cap. III, §5). Tale approccio – rispetto alla previsione di misure strutturali, che inevitabilmente colpiscono indistintamente tutte le banche – sembra mostrare il vantaggio di consentire di ridurre le dimensioni e la complessità delle banche secondo un criterio di proporzionalità, in base alle caratteristiche specifiche di ciascuna banca.

(⁵²) Cfr. J. BRUNSDEN, *Brussels plans deposit guarantee fund by 2024*, in *Financial Times*, 11 novembre 2015, disponibile all'indirizzo www.ft.com/cms/s/0/702b7f8c-888e-11e5-90de-f44762bf9896.html.

(⁵³) In particolare, si sta discutendo a livello europeo la costituzione di un fondo unico denominato *European Deposit Insurance Scheme* (c.d. EDIS). Di tali discussioni ne ha dato atto il Presidente della Commissione europea, Jean-Claude Juncker, in un recente *report* predisposto con la collaborazione degli altri quattro presidenti delle istituzioni europee (Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi e Martin Schulz), cfr. J.C. JUNCKER, *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, 22 giugno 2015, p. 11, reperibile all'indirizzo ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_en.pdf). In data 24 novembre 2015, la Commissione europea ha presentato una proposta di regolamento di modifica del Regolamento 2014/806/UE (c.d. Regolamento SRM) al fine di istituire un sistema unico europeo di garanzia dei depositi (la proposta di regolamento COM(2015) 586 final è disponibile all'indirizzo ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/EN/1-2015-586-EN-F1-1.PDF).

Ad ogni modo, non essendo stato ancora creato un sistema europeo di garanzia dei depositanti, la fondamentale funzione di assicurazione delle somme depositate su conti correnti bancari – necessaria al fine di prevenire il rischio di “corse agli sportelli” (su cui si veda *supra* §2) – è attualmente affidata ai sistemi di garanzia dei depositi nazionali disciplinati in maniera armonizzata dalla direttiva europea sui sistemi di garanzia dei depositanti (Dir. 2014/49/UE). Sul tema, si veda anche *infra* al Cap. III, §3.2.

(⁵⁴) Cfr. art. 7 del Regolamento (UE) n. 1024/2013.

Banca Centrale Europea (BCE) ha assunto a partire dal 4 novembre 2014 la diretta vigilanza delle banche più “significative” stabilite nei paesi che partecipano al SSM, mentre restano alle relative autorità nazionali i poteri di vigilanza sulle banche “meno significative” da esercitare secondo le linee guida dettate dalla BCE ⁽⁵⁵⁻⁵⁶⁾. In ogni caso, alla BCE spetta il potere di avocare a sé l’esercizio delle facoltà e dei poteri lasciati alle autorità nazionali con riferimento alle banche “meno significative” nei limiti in cui ciò sia necessario al fine di consentirle di assolvere i compiti ad essa attribuiti ⁽⁵⁷⁾. Dal punto di vista sostanziale, l’armonizzazione della disciplina della vigilanza bancaria su base europea è completata dal c.d. pacchetto CRR/CRD IV (composto dal Regolamento n. 575/2013 e dalla direttiva n. 36/2013) con il quale vengono stabilite norme uniformi (quelle del CRR IV) e armonizzate (quelle della CRD IV) in materia di requisiti prudenziali per tutte le banche stabilite negli Stati membri e regole comuni sull’accesso all’attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale che gli Stati membri hanno dovuto recepire all’interno dei loro ordinamenti.

⁽⁵⁵⁾ Le banche “significative”, sottoposte alla vigilanza accentrata della Banca Centrale Europea, sono quelle identificate dall’art. 6, par. 4, secondo, terzo e quarto periodo del Regolamento (UE) n. 1024/2013:

- 1) le banche con un attivo superiori a 30 miliardi di euro;
- 2) le banche con un attivo di almeno 5 miliardi di euro, che rappresenti più del 20% del PIL dello Stato membro ospitante;
- 3) le banche che abbiano richiesto o ricevuto assistenza finanziaria pubblica;
- 4) in ogni caso, le banche qualificate come significative dall’autorità nazionale competente, con valutazione confermata dalla BCE e le banche che abbiano stabilito filiazioni in più Stati membri e che, secondo la valutazione della BCE, siano rilevanti dal punto di vista transfrontaliero.

A prescindere dai presupposti di cui sopra, è previsto che la BCE possa avocare a sé la vigilanza su una banca che giudichi, comunque, “significativa” e, in ogni caso, la BCE esercita la vigilanza sulle tre banche più significative stabilite in ciascuno Stato membro aderente all’Unione bancaria.

⁽⁵⁶⁾ Alla data del 1° gennaio 2016, le banche sottoposte alla vigilanza diretta della BCE erano 129 (di cui 15 sono italiane), cfr. l’*Elenco dei soggetti vigilati significativi* pubblicato dalla BCE e reperibile all’indirizzo www.bankingsupervision.europa.eu/banking/list/who/html/index.en.html. Si tratta soltanto di circa il 3% del totale delle banche dell’Eurozona cui fanno capo, tuttavia, l’81,6% degli attivi bancari (in questo senso, l’*Aggregate report on the comprehensive assessment* pubblicato dalla BCE nell’ottobre 2014 e disponibile all’indirizzo www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/aggreatereportonthecomprehensiveassessment201410.en.pdf).

⁽⁵⁷⁾ Sul tema, si rimanda alle più ampie considerazioni O. CAPOLINO, *Il Testo unico bancario e il diritto dell’Unione Europea*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 75, Banca d’Italia, 2014, pp. 53 ss. e, ivi, pp. 57 ss.

In relazione al secondo pilastro dell'Unione bancaria, il regolamento n. 806/2014 (di seguito, anche Regolamento SRM) ha istituito il *Single Resolution Mechanism* che – analogamente a quanto avvenuto nell'ambito della vigilanza prudenziale – ha accentrato a livello europeo la gestione della crisi di alcune banche operanti nell'Eurozona (tra cui, in particolare, quelle sottoposte alla vigilanza della BCE, v. *supra*) ⁽⁵⁸⁾. In specie, la competenza per la risoluzione della crisi di queste banche viene attribuita (dal punto di vista sostanziale) ad un comitato di nuova costituzione denominato *Single Resolution Board* (SRB) ⁽⁵⁹⁾, le cui decisioni in merito alla risoluzione delle banche in crisi sono, di regola, “ratificate” dalla Commissione

⁽⁵⁸⁾ Più precisamente, il *Single Resolution Mechanism* si applica a tutte le banche e alle imprese capogruppo aventi sede negli Stati membri dell'Eurozona e negli altri Stati membri che abbiano aderito su base volontaria all'Unione bancaria, oltre alle imprese di investimento e alle società finanziarie sottoposte alla vigilanza consolidata della BCE (artt. 2 e 4 Regolamento SRM).

⁽⁵⁹⁾ Ai sensi dell'art. 7 Reg. SRM, il *Single Resolution Board* ha competenza per le banche e gli altri enti previsti dall'art. 2 che (i) sono sottoposti alla vigilanza della Banca Centrale Europea in quanto significativi in base ai criteri identificati dall'art. 6, par. 4, Reg. n. 1024/2013 (dimensioni, importanza per l'economia UE o dello Stato membro, o attività transfrontaliera) o per decisione della BCE ai sensi dell'art. 6, par. 5, lett. b, Reg. n. 1024/2013, oppure (i) appartengono ad un gruppo composto da società costituite in più di uno Stato “partecipante” (ossia, uno Stato membro dell'eurozona oppure uno Stato membro la cui moneta non è l'euro ma che ha aderito al Meccanismo Unico di Vigilanza). Inoltre, il *Single Resolution Board* è competente in tutti i casi in cui il programma di risoluzione preveda il coinvolgimento del Fondo di risoluzione unico (*Single Resolution Fund*, v. *infra* nel testo) e la decisione, in questi casi, deve essere preceduta dall'approvazione da parte della Commissione (art. 19 Reg. SRM).

Il *Single Resolution Board* è composto da un presidente e quattro membri a tempo pieno (eletti tramite un procedimento che coinvolge la Commissione, il Parlamento e il Consiglio, v. art. 56, par. 6, Reg. SRM), oltre ai membri nominati dalle autorità nazionali di risoluzione partecipanti all'Unione bancaria (per ciascuna autorità, un membro). In sessione esecutiva (ovverossia, quando sia necessario prendere una decisione in relazione ad un singolo intermediario), SRB è composto dal presidente, dai quattro membri a tempo pieno e da quei membri nominati in rappresentanza delle autorità di risoluzione dei paesi in cui l'intermediario ha sede ed eventuali filiazioni incluse nella vigilanza consolidata (art. 52 Reg. SRM).

La composizione di tale comitato è evidentemente il frutto di un “compromesso” – a parere di chi scrive non ottimale – tra la volontà della Commissione e delle altre istituzioni europee di creare un'autorità competente per la gestione delle crisi indipendente dagli Stati e autorevole (volontà affermata espressamente dal presidente della BCE Mario Draghi nel proprio discorso del 18 febbraio 2013 di fronte al Comitato per gli affari economici e monetari del Parlamento europeo, cfr. www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130218.en.html) e la volontà di alcuni Stati di non perdere sovranità sulla gestione delle crisi bancarie (istanza di cui si fecero, in particolare, portatrici Germania e Francia; cfr. il comunicato stampa congiunto del 29 maggio 2013 “*France and Germany – Together for a stronger Europe of Stability and Growth*”, reperibile all'indirizzo www.bundesregierung.de/Content/Archiv/DE/Archiv17/Anlagen/2013/05/2013-05-30-dt-frz-erklaerung-englisch.pdf?blob=publicationFile&v=5 e W. SCHÄUBLE, *Banking union must be built on firm foundations*, in *Financial Times*, 13 maggio 2013, p. 9).

entro 24 ore dalla trasmissione ⁽⁶⁰⁾. Al fine di attuare concretamente le proprie decisioni, il *Single Resolution Board* si avvale delle autorità nazionali di risoluzione, che comunque conservano la propria competenza in materia di crisi con riferimento a tutte le banche per le quali non è stata prevista una gestione “accentrata” (ad esempio, molte delle banche “meno significative” e tutte le banche stabilite negli Stati membri che non fanno parte del *Single Supervisory Mechanism*). Il quadro disegnato dal

⁽⁶⁰⁾ Più precisamente, ai sensi dell’art. 18 del Regolamento SRM, dopo che l’autorità di vigilanza (BCE o autorità nazionale) o il *Single Resolution Board* abbiano accertato che una banca sottoposta al *Single Resolution Mechanism* si trova in crisi (art. 18, par. 1, secondo periodo, v. *infra* §7.1), SRB trasmette alla Commissione il programma di risoluzione, la quale può (A) entro 12 ore dalla trasmissione da parte di SRB, formulare una proposta di obiezione al Consiglio dell’Unione europea sulla base del difetto di interesse pubblico nella sottoposizione della banca a risoluzione (sul tema, si veda *infra* §7.4) e/o una proposta di obiezione all’utilizzo del Fondo unico di risoluzione (su cui *infra* nel testo) o di significativa modifica dell’ammontare di tale utilizzo, oppure (B) entro 24 ore dalla trasmissione del programma da parte di SRB, formulare direttamente un’obiezione per motivi diversi da quelli appena citati. Se il Consiglio, entro 12 ore, ritiene non sussista il requisito dell’interesse pubblico, la banca in crisi è sottoposta a liquidazione secondo le procedure concorsuali nazionali ordinariamente applicabili; negli altri casi, quando il Consiglio approva (sempre entro 12 ore) la proposta di obiezione della Commissione oppure l’obiezione è direttamente formulata dalla Commissione (nel caso indicato sopra alla lettera A), SRB dispone di 8 ore per modificare il proprio piano di risoluzione in base ai rilievi contenuti nell’obiezione.

Il motivo per cui si è reso necessario il coinvolgimento della Commissione è rappresentato dalla c.d. dottrina Meroni della Corte di Giustizia dell’Unione europea (C-9/56 e 10/56, *Meroni v High Authority* [1957/1958] ECR 133), secondo cui non possono essere legittimamente delegati ad un’agenzia poteri discrezionali (sul tema, si rinvia per approfondimenti a E. FERRAN, *European Banking Union: Imperfect, But It Can Work*, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper n. 30, 2014, p. 21 ss., disponibile su SSRN). Poco prima dell’adozione del Regolamento SRM, ma comunque quando ormai era stato raggiunto un compromesso politico sul testo dello stesso, la Corte di Giustizia dell’Unione europea è tornata sull’argomento allentando molto gli stretti vincoli che, in passato, venivano ricondotti alla risalente pronuncia della stessa Corte sul caso Meroni (cfr. C-270/12, *Regno Unito c/ Parlamento Europeo* del 22 gennaio 2014). Sul tema si veda M. SIMONCINI, *Nuovi regolatori e vecchi principi nel diritto dell’UE. Poteri e limiti delle autorità europee di vigilanza finanziaria*, 2015, reperibile all’indirizzo www.nomos-leattualitaneldiritto.it/wp-content/uploads/2015/07/Simoncini_convvegnoprin12-13_5_2015.pdf.

La sentenza della Corte di Giustizia del 2014 apre spazi per un superamento, *de iure condendo*, dell’architettura “barocca” prevista per il processo decisionale nell’ambito del *Single Resolution Mechanism*, la quale rappresenta, a parere di chi scrive, uno dei principali *vulnus* del nuovo quadro normativo di gestione coordinata delle crisi bancarie poiché potrebbe rallentare il processo decisionale e, comunque, potrebbe permettere ad una moltitudine di interessi (spesso tra loro incompatibili) di fare ingresso all’interno del processo decisionale. Si pensi che è stato calcolato che, in base all’attuale quadro normativo, la sottoposizione di una banca a risoluzione prevede il coinvolgimento di più di 100 decisioni in numerosi comitati (A. BARKER, *Marathon talks seal EU banking union*, in *Financial Times*, 20 marzo 2014, disponibile all’indirizzo www.ft.com/intl/cms/s/0/adfe7be4-b04e-11e3-8058-00144feab7de.html#axzz3s3BpjXvP). Critici sul punto appaiono anche J.N. GORDON, W.G. RINGE, *Bank Resolution in the European Banking Union: A Transatlantic Perspective on What it Would Take*, cit., p. 27 ss.

Regolamento SRM è, poi, completato dalla previsione di un Fondo unico di risoluzione (*Single Resolution Fund*), la cui gestione spetta al *Single Resolution Board*. All'interno di tale Fondo – che sostituisce i Fondi di risoluzione nazionali – è previsto che confluiscono i contributi raccolti negli stati che partecipano al *Single Resolution Mechanism* ⁽⁶¹⁾. Tali contributi sono inizialmente collocati in comparti nazionali e, solo in misura parziale, in un comparto mutualizzato; a partire dal 2024, quando il Fondo entrerà a pieno regime, la dotazione del Fondo sarà tutta messa in comune tra gli stati aderenti ⁽⁶²⁾.

⁽⁶¹⁾ Il Fondo di risoluzione (artt. 67 ss. Reg. SRM) è alimentato principalmente tramite contributi obbligatori *ex ante* da parte delle banche, calcolati anche in proporzione del relativo rischio sistemico. Si tratta, a ben vedere, di un'imposta pigouviana, volta ad internalizzare i costi di un'eventuale crisi finanziaria su coloro che contribuiscono a crearne i presupposti in misura del relativo contributo, secondo quello che è stato efficacemente definito *polluters pay principle* (cfr. A.C. PIGOU, *The Economics of Welfare*, cit.). Se l'intento appare positivo, da un punto di vista pragmatico non possono nascondersi le preoccupazioni in merito alle difficoltà poste dalla determinazione della quota di contributi al Fondo a carico di ciascun ente creditizio che, se non correttamente quantificata (cioè, se non esattamente corrispondente alla esternalità negativa imposta dalla banca con sua attività), rischia di alterare il *level playing field* tra banche.

Può poi accadere che i contributi *ex ante* non siano sufficienti ad assolvere, in concreto, alle funzioni demandate al Fondo di risoluzione in caso di crisi bancarie. In tal caso, è possibile ricorrere, al fine di alimentare il Fondo, a contributi straordinari *ex post* da parte delle banche oppure – quando tali contributi non siano sufficienti o non possano essere ottenuti in tempi utili – alla concessione di finanziamenti da parte di soggetti terzi (ad esclusione, però, della BCE e delle altre banche centrali nazionali, cfr. Parere BCE CON/2012/99, par. 3.4, Parere BCE CON/2011/103, par. 4).

La previsione della possibilità di alimentare il Fondo tramite contributi straordinari *ex post* appare particolarmente delicata e, in concreto, dovrà essere utilizzata con attenzione da parte del *Single Resolution Board*: da un lato, nella prospettiva di ciascun ente creditizio, l'eventualità di essere chiamato a prestare contributi straordinari al Fondo dovrebbe stimolare un efficiente monitoraggio incrociato tra intermediari (cfr. J. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible*, cit., pp. 28-29, seppure con riferimento ai meccanismi di finanziamento previsti dal Dodd-Frank Act); dall'altro lato, in presenza di una crisi non limitata al singolo intermediario ma avente portata più generale, tali contributi *ex post* possono avere effetti prociclici (come, peraltro, riconosce lo stesso Regolamento SRM all'art. 71, par. 2).

⁽⁶²⁾ Le modalità con cui il Fondo è alimentato e i criteri da seguire per l'utilizzo dei vari comparti nazionali (prima che essi vengano integralmente mutualizzati nel 2024) sono stabiliti mediante un trattato internazionale, al di fuori dei meccanismi istituzionali dell'Unione Europea (Accordo intergovernativo concluso il 21 maggio 2014). Benché tale Accordo sia stato concluso tra tutti i paesi dell'UE, tranne Svezia e Regno Unito, esso è destinato ad applicarsi – almeno per il momento – ai soli paesi partecipanti all'Unione bancaria. La necessità di ricorrere ad uno strumento di diritto internazionale pubblico dipende dal fatto che un obbligo di trasferimento al Fondo dei contributi raccolti a livello nazionale, se previsto dal diritto dell'Unione, sarebbe stato incompatibile con le norme costituzionali di alcuni Stati membri (si veda il considerando n. 7 dell'Accordo). Ai sensi dell'art. 11, par. 2, l'Accordo è divenuto vincolante per i paesi partecipanti all'Unione bancaria il 1° gennaio 2016, decorso il secondo mese dalla data in cui è avvenuta la ratifica dell'accordo da parte di

Oltre che dal lato del coordinamento della vigilanza, il legislatore è intervenuto anche armonizzando la disciplina sostanziale delle crisi bancarie ⁽⁶³⁾. Ciò mediante l'adozione della direttiva 2014/59/UE (*Bank Recovery and Resolution Directive*, direttiva BRR o BRRD) che ha imposto, con una normativa estremamente dettagliata, l'adozione di un regime di prevenzione e gestione delle crisi bancarie sostanzialmente comune. Pertanto, in caso di crisi di una banca stabilita in uno Stato membro – sia che la competenza spetti all'autorità di risoluzione nazionale sia che spetti al Single Resolution Board – la risoluzione avviene secondo la disciplina nazionale dello stato in cui è stabilita la banca in crisi che, in quanto recepimento della BRRD, risulta pressoché uniforme in tutti gli Stati membri (i margini di discrezionalità lasciati ai legislatori nazionali in sede di recepimento della BRRD sono stati limitatissimi) ⁽⁶⁴⁾.

un numero di Stati membri che rappresentano il 90% del totale dei voti ponderati di tutti gli Stati membri partecipanti all'Unione bancaria.

Per gli Stati membri che vi partecipano, il Fondo di risoluzione unico sostituisce i meccanismi nazionali di finanziamento della risoluzione (art. 96 Reg. SRM), con l'intento di rompere definitivamente l'abbraccio tra crisi bancaria e crisi degli stati sovrani. In tal senso, è chiarissimo il considerando n. 19 del Regolamento SRM, ove si afferma che un «fondo di risoluzione unico [...] è un elemento essenziale senza il quale l'SRM non potrebbe funzionare adeguatamente. Se il finanziamento della risoluzione rimanesse nazionale per lungo tempo, il legame tra emittenti sovrani e settore bancario non si romperebbe del tutto e gli investitori continuerebbero a fissare le condizioni di prestito basandosi sul luogo di stabilimento delle banche piuttosto che sul loro merito di credito» in tal modo ostacolando «l'esercizio delle libertà fondamentali» o falsando «la concorrenza nel mercato interno».

La dotazione del Fondo unico di risoluzione, una volta a regime, sarà pari all'1% dei depositi protetti degli stati che partecipano al *Single Resolution Mechanism* (art. 69 Reg. SRM). Tale dotazione si stima pari a circa 55 miliardi di euro (così, la relazione alla proposta di Reg. SRM del 10 luglio 2013, p. 16, cfr. [www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com\(2013\)0520/com_com\(2013\)0520_it.pdf](http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com(2013)0520/com_com(2013)0520_it.pdf)).

In relazione al Fondo unico di risoluzione, si rinvia più approfonditamente ad A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del Meccanismo di Risoluzione Unico*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2015, pp. 587 ss.

⁽⁶³⁾ In precedenza, non esisteva una normativa comune europea avente ad oggetto la gestione delle crisi bancarie. La direttiva 2001/24/CE (tuttora in vigore, seppure con alcuni adeguamenti rispetto al nuovo quadro giuridico in materia di crisi bancarie) non prevedeva norme sostanziali relativamente al risanamento e alla liquidazione degli enti creditizi, ma si limitava a prevedere il reciproco riconoscimento da parte degli Stati membri dei provvedimenti adottati in materia in relazione alle banche, per cui ciascuno stato era competente ai sensi dei criteri dettati dalla stessa direttiva.

⁽⁶⁴⁾ Al riguardo, si consideri anche che la previsione da parte dei legislatori nazionali di poteri e strumenti che, seppur compatibili con la direttiva BRR, non ne risultino puntuale attuazione si espone al rischio di mancato riconoscimento all'interno dell'Unione europea. In questo senso, si veda la pronuncia della High Court inglese che interpretato restrittivamente l'art. 66 BRRD escludendo che un provvedimento dell'autorità di risoluzione portoghese potesse produrre effetti giuridici nel Regno

Il risultato è quello di creare uno strumentario unico a livello europeo per la prevenzione e gestione delle crisi bancarie gestito in maniera pienamente coordinata nell'ambito del *Single Resolution Mechanism*, rendendo così possibile affrontare la crisi di una banca attiva in più Stati membri.

Nel proseguo, ci si concentrerà sulla disciplina sostanziale del diritto europeo delle crisi bancarie, con specifico riferimento agli strumenti di “risoluzione” delle banche (v. *infra* §5). In particolare, oggetto di analisi sarà lo strumento del *bail-in* (cui è dedicato il Capitolo III) che, rispetto agli altri strumenti di risoluzione, appare come quello cui il legislatore europeo ha dato maggiore rilievo e che più degli altri sembra realizzare un organico coordinamento tra diritto societario e concorsuale.

Prima però di passare all'analisi della disciplina europea delle crisi bancarie è opportuno segnalare come, dal punto di vista sistematico, tale disciplina debba essere sempre considerata all'interno del quadro complessivo dell'Unione bancaria, che si è appena descritto. Essa è in strettissimo rapporto con la disciplina della vigilanza: da un lato, non è possibile garantire un'adeguata prevenzione e gestione delle crisi bancarie – coordinata a livello europeo – senza garantire il medesimo grado di coordinamento e uniformità in materia di vigilanza prudenziale sul settore bancario; dall'altro, l'attività di vigilanza sulle banche non può essere svolta in maniera oggettiva se non è possibile risolvere le crisi bancarie senza mettere in pericolo l'intero sistema finanziario ⁽⁶⁵⁾. La complementarietà tra queste due componenti dell'Unione bancaria e l'uniforme applicazione della relativa disciplina tra gli Stati membri rientra tra i compiti dell'Autorità Bancaria Europea (ABE o, più comunemente con l'acronimo inglese, EBA) che ha funzioni di coordinamento della supervisione, oltre che regolatorie e consultive in merito all'Unione Bancaria ⁽⁶⁶⁾.

Unito dal momento che esso non trovava una fondamento chiaro ed espresso nella BRRD (cfr. *Goldman Sachs International v Novo Banco SA* [2015] EWHC 2371).

⁽⁶⁵⁾ In questo senso si è espresso chiaramente Yves Mersch, membro del Comitato esecutivo della Banca centrale europea, in un articolo pubblicato sul *Financial Times* (Y. MERSCH, *Europe's ills cannot be healed by monetary innovation alone*, in *Financial Times*, 25 aprile 2013, p. 7). Sul tema, in termini analoghi, anche E. FERRAN, *European Banking Union: Imperfect, But It Can Work*, cit., p. 10; M. HAENTJENS, *Work of International Organizations on Bank Recovery and Resolution: An Overview*, cit., p. 7; P. DE GRAUWE, *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, 2014, p. 126.

⁽⁶⁶⁾ L'EBA è una delle tre Autorità europee di Vigilanza, (c.d. ESAs; le altre due sono l'Autorità europea degli strumenti e dei mercati finanziari e l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali) con competenze regolamentari dirette, oltre che di consulenza

5. Il diritto europeo delle crisi bancarie

Come anticipato nel paragrafo precedente, il diritto sostanziale europeo della prevenzione e gestione delle crisi bancarie è contenuto nella direttiva BRR. L'elevato grado di dettaglio delle disposizioni di tale direttiva – recepite con ritardo in Italia nel novembre 2015 ⁽⁶⁷⁾ – hanno concesso agli Stati membri spazi ridottissimi di discrezionalità in sede di recepimento. Tali spazi, se possibile, sono stati ulteriormente ridotti dal regolamento SRM che, oltre a dettare norme di coordinamento tra autorità europee e nazionali e a istituire il Fondo unico di risoluzione (v. *supra* §4), replica molte delle norme sostanziali contenute nella direttiva BRR ⁽⁶⁸⁾. In ragione di tale sostanziale duplicazione, nel proseguo si farà principalmente riferimento alle norme della direttiva BRR.

L'impianto normativo della direttiva BRR risponde, nelle sue caratteristiche essenziali, agli elementi fondamentali individuati dai *Key Attributes* elaborati nel 2011 dal Financial Stability Board (v. *supra* §3). In particolare, il problema delle crisi bancarie viene affrontato tramite misure che operano sia *ex ante*, mediante un'accurata preparazione della crisi e interventi di vigilanza, sia *ex post*, per mezzo della previsione di strumenti di risoluzione che consentano di gestire eventuali crisi ponendo i relativi costi a carico degli azionisti e dei creditori (e, dunque, minimizzando gli oneri pubblici⁶⁹) senza, tuttavia, destabilizzare il sistema finanziario. Sebbene si intenda

verso la Commissione. L'EBA è stata istituita con Regolamento (UE) n. 1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010.

⁽⁶⁷⁾ Il recepimento è avvenuto il 16 novembre 2015 con il d.lgs. n. 180/2015 (di seguito, "Decreto BRR"), all'interno del quale sono state recepite le norme della direttiva BRR relative alla risoluzione bancaria, e il d.lgs. n. 181/2015 che ha inserito all'interno del TUB le norme della direttiva BRR in tema di risanamento delle banche (piani di risanamento, accordi di sostegno finanziario infragruppo e misure di intervento precoce), oltre ad aver adeguato molte disposizioni del TUB al nuovo quadro normativo complessivo.

⁽⁶⁸⁾ Ciò con il rischio che la duplicazione delle norme sostanziali contenute nella direttiva BRR e nel regolamento SRM dia origine a contrasti e problemi di coordinamento di non agevole soluzione.

⁽⁶⁹⁾ In tal senso, si veda chiaramente il considerando n. 8 della direttiva BRR che qualifica come un'«*estrema ratio* [...] *il ricorso a strumenti pubblici di stabilizzazione finanziaria, compresa la temporanea nazionalizzazione*». La scelta di porre i costi della risoluzione a carico anche dei creditori (oltre che degli azionisti) rappresenta una vera e propria rivoluzione copernicana. In una prima fase della crisi finanziaria che ha investito l'Europa, l'approccio dell'Unione europea era stato, infatti, quello di

concentrare questa analisi sugli strumenti di risoluzione e, tra questi, sullo strumento del *bail-in*, l'organicità della disciplina impedisce di tralasciare i tratti essenziali del complessivo quadro normativo previsto dalla direttiva BRR, cui nel corso di questo lavoro si farà frequentemente riferimento.

Più nel dettaglio, le norme contenute nella direttiva BRR possono essere raggruppate, da un punto di vista logico, in tre aree:

- 1) programmazione della risoluzione;
- 2) intervento precoce;
- 3) risoluzione.

I prossimi paragrafi saranno dedicati ad introdurre sinteticamente le norme riconducibili a ciascuna di queste tre aree, prima di passare ad approfondire la disciplina della risoluzione e, nel prossimo Capitolo, quella del *bail-in*, che costituisce l'oggetto principale della presente analisi.

5.1. Programmazione

In merito alla prima di queste tre aree, la direttiva BRR prende atto dell'impossibilità di affrontare le crisi bancarie senza destabilizzare il mercato finanziario, se non si agisce in tempi brevissimi (si veda quanto detto *supra* §2). Ciò presuppone che le modalità di un eventuale intervento siano già state definite, salva ovviamente la possibilità di discostarsene in concreto ove ragionevole (v. *infra*). La fase di programmazione riguarda sia l'area della vigilanza prudenziale (finalizzata a prevenire l'insorgere di una crisi), sia l'area della "risoluzione", ossia degli interventi che l'autorità prevede di realizzare per gestire un'eventuale crisi in modo da preservare la stabilità del sistema finanziario ⁽⁷⁰⁾..

Con riferimento all'area della vigilanza prudenziale, si è previsto che ciascuna banca (o, nel caso dei gruppi bancari, la sola capogruppo per tutte le banche che vi

assicurare sempre la soddisfazione dei creditori da parte degli enti creditizi in crisi, tanto da imporre all'Irlanda di non attuare il proprio proposito di porre i costi del salvataggio a carico anche degli obbligazionisti *senior* delle proprie banche in crisi, argomentando in ordine alla necessità di proteggere il sistema bancario Europeo (cfr. R. ATKINS, *Europe rethinks how to cure its debt hangover*, in *Financial Times*, 27 giugno 2014, p. 24).

⁽⁷⁰⁾ In merito all'approccio assunto dalla direttiva BRR basato sull'organica integrazione tra prevenzione del dissesto e strumenti di gestione della crisi, si veda anche G. BOCCUZZI, *La risposta europea alla gestione delle crisi bancarie: alcune riflessioni critiche*, in *Bancaria*, 4, 2016, pp. 2 ss. e, *ivi*, p. 7.

fanno parte) predisponga e aggiorni almeno annualmente un piano di azione idoneo a preservare o ripristinare, con «ragionevole probabilità», la sostenibilità economica e finanziaria della banca (o del gruppo bancario nel suo complesso e delle singole componenti che vi fanno parte) anche in uno scenario di grave *stress* macroeconomico e finanziario (c.d. piani di risanamento o *recovery plans*) ⁽⁷¹⁾. L'obiettivo dei piani di risanamento è, dunque, quello di ridurre il rischio di risoluzione delle banche imponendo ad esse di preparare in anticipo le proprie reazioni ad un ipotetico scenario di crisi ⁽⁷²⁾. Tali piani devono, infatti, contenere misure che ciascuna banca (o la capogruppo) prevede di mettere in atto al ricorrere delle condizioni indicate dal piano che denotano un peggioramento della situazione economico/patrimoniale della banca che ha predisposto il piano (o che appartiene al gruppo bancario) e, in ogni caso, quando essa violi, o rischi di violare nel prossimo futuro, i requisiti prudenziali ⁽⁷³⁾. La valutazione dell'adeguatezza dei piani di risanamento spetta all'autorità di vigilanza (BCE o autorità nazionali di vigilanza) ⁽⁷⁴⁾, che tuttavia deve sottoporre il piano di risanamento predisposto da ciascuna banca (o dalla capogruppo) anche all'autorità di risoluzione al fine di verificare che non abbia un impatto negativo sulla sua "risolvibilità". L'autorità di vigilanza competente, se individua carenze nel piano o impedimenti alla sua attuabilità, può chiedere alla banca (o alla capogruppo) di modificare il piano di risanamento e – in caso di inerzia o di inadeguatezza delle

⁽⁷¹⁾ Cfr. artt. 5 e 6 della BRRD, recepiti nel nostro ordinamento agli artt. 69-*quater* e ss. del TUB.

⁽⁷²⁾ Si tratta di azioni che la banca può porre in essere indipendentemente da un intervento pubblico (ad esempio, ristrutturazione del proprio debito, dismissioni di linee di *business*, cessione di partecipazioni). Pertanto, nessun sostegno pubblico può essere contemplato all'interno dei piani di risanamento (art. 5, par. 3, BRRD, recepito all'art. 69-*quater*, comma 4, TUB). Come notato in dottrina (S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, Wolter Kluwers, 2015, p. 61), la disciplina dei piani di risanamento richiede di formulare una "doppia ipotesi": relativamente ai possibili scenari di crisi e, in conseguenza di questa prima ipotesi, in relazione alle misure che potrebbero consentire alla banca di preservare o ripristinare il proprio equilibrio economico/patrimoniale ed evitare, dunque, la risoluzione.

⁽⁷³⁾ Art. 5, par. 5, secondo periodo, BRRD che rinvia al presupposto oggettivo per l'applicazione delle misure di intervento precoce stabilito dall'art. 27, par. 1. Tale previsione non è stata direttamente recepita all'interno del TUB dal nostro ordinamento che rinvia, quanto al contenuto dei piani di risanamento, «informazioni richieste da provvedimenti di carattere generale e particolare della Banca d'Italia e da regolamenti della Commissione europea» (art. 69-*quater*, comma 3, TUB).

⁽⁷⁴⁾ L'autorità di vigilanza può prevedere forme semplificate di redazione dei piani di risanamento per le banche o per i gruppi bancari meno rilevanti dal punto di vista del rischio sistemico, delle dimensioni, della complessità e struttura societaria, dello scopo mutualistico e dell'adesione ad un sistema di tutela istituzionale (art. 4, par. 1, lett. a, BRRD, recepito all'art. 69-*decies* TUB).

modifiche apportate – ingiungere modifiche specifiche o intervenire direttamente imponendo misure incidenti sulla strategia di *business*, sulla struttura finanziaria e di *governance* della banca o del gruppo bancario (ad esempio, la dismissione di attività o di partecipazioni, una ricapitalizzazione oppure la trasformazione da società cooperativa in società per azioni) ⁽⁷⁵⁾. Nel caso in cui ricorrano le condizioni indicate dal piano di risanamento, la decisione della banca (o della capogruppo) di adottare, o astenersi dall'adottare, una misura prevista dal piano di risanamento deve essere comunicata all'autorità di vigilanza competente ⁽⁷⁶⁾.

Inoltre, sempre al fine di ridurre il rischio che una banca debba essere sottoposta a risoluzione, si è prevista la possibilità che vengano stipulati accordi di sostegno finanziario tra le componenti di un gruppo bancario. In sostanza, tramite tali accordi – che devono essere conclusi tra parti contraenti che non si trovino in stato di crisi – è possibile prevedere una forma di mutualizzazione del rischio di crisi, mediante l'impegno (non necessariamente reciproco⁷⁷) dei contraenti a concedere prestiti e/o garanzie, a condizioni determinabili secondo criteri prestabiliti che rispecchino (tendenzialmente) le condizioni di mercato, nel caso in cui una delle parti si trovi a violare, o rischi di violare nel prossimo futuro, i requisiti prudenziali ⁽⁷⁸⁾. L'accordo di sostegno finanziario di gruppo può inserirsi quale elemento dei piani di risanamento predisposti dalle banche partecipanti, contribuendo a far sì che tali piani siano ritenuti dall'autorità di vigilanza idonei a preservare o ripristinare la sostenibilità economica e finanziaria della banca in caso di crisi ⁽⁷⁹⁾. Tuttavia, è comunque necessario che l'accordo venga specificamente approvato dall'autorità di vigilanza competente per il gruppo e da quelle competenti per le singole componenti contraenti

⁽⁷⁵⁾ Art. 6, par. 5 e 6, BRRD, recepito dall'art. 69-*sexies*, comma 3, TUB.

⁽⁷⁶⁾ Art. 9, par. 1, terzo periodo, della BRRD, recepito dall'art. 69-*octies* del TUB.

⁽⁷⁷⁾ Contrariamente a quanto originariamente ipotizzato nelle prime bozze della direttiva BRR, l'art. 19, par. 6, BRRD (recepito all'art. 69-*duodecies*, comma 3, TUB) qualifica come meramente facoltativa la reciprocità dell'impegno dei contraenti al sostegno finanziario in caso di crisi. In altri termini, è ben possibile che solo una società del gruppo si impegni a sostenerne un'altra in caso di crisi, senza poter beneficiare di un corrispondente impegno da parte di quest'ultima.

⁽⁷⁸⁾ In tal senso, l'art. 19, par. 1, BRRD che, ai fini dell'identificazione dei presupposti per l'erogazione del sostegno finanziario, rinvia ai presupposti dell'intervento precoce previsti dall'art. 27 BRRD (in Italia, si veda il combinato disposto degli artt. 69-*duodecies* e 69-*octiesdecies* TUB).

⁽⁷⁹⁾ Ciò si evince chiaramente dal considerando n. 38 della BRRD, secondo cui «*Se un'autorità competente vieta o limita l'erogazione di sostegno finanziario infragruppo e il piano di risanamento di gruppo fa riferimento al sostegno finanziario infragruppo, il divieto o la limitazione dovrebbero essere considerati come modifiche sostanziali ai fini del riesame del piano di risanamento*».

al fine di verificare che, al momento della conclusione, nessuna delle parti si trovi in stato di crisi ⁽⁸⁰⁾. Inoltre, è previsto che l'accordo – coerentemente con i connessi possibili effetti di trasferimento di valore tra componenti del gruppo ⁽⁸¹⁾ – debba essere approvato anche dagli azionisti di ciascuna parte contraente ⁽⁸²⁾. In ogni caso, la concessione di un sostegno finanziario in esecuzione dell'accordo non è consentita quando non sarebbe efficace al fine di evitare la risoluzione dell'intermediario e/o potrebbe mettere a rischio la stabilità della banca concedente ⁽⁸³⁾. Inoltre, resta comunque possibile per una componente del gruppo sostenere un'altra componente in crisi anche quando non ricorra una delle ipotesi previste dall'accordo o tale accordo non sia stato concluso, nel rispetto delle norme di diritto societario comunemente applicabili ⁽⁸⁴⁾.

La pianificazione della crisi, come detto, riguarda anche la risoluzione. In particolare, l'autorità di risoluzione (SRB o autorità nazionali di risoluzione) è tenuta a predisporre e aggiornare (con cadenza almeno annuale) un piano di risoluzione (*resolution plan*) per ciascuna banca ⁽⁸⁵⁾. All'interno di tale piano l'autorità formula una

⁽⁸⁰⁾ Così, l'art. 19, par. 8, della BRRD (recepito dall'art. 69-*duodecies*, comma 6, TUB). Nel caso in cui non venga raggiunta una decisione congiunta tra le autorità, è l'autorità di vigilanza su base consolidata a decidere se autorizzare o meno l'accordo (art. 20, par. 6, BRRD).

⁽⁸¹⁾ Si pensi al caso in cui l'impegno al sostegno finanziario oggetto dell'accordo non sia reciproco (v. *supra* nt. 77) oppure, anche quando l'impegno sia reciproco, al caso in cui una delle parti contraenti risulti molto più solida dal punto di vista patrimoniale e finanziario rispetto alle altre, che invece – pur non essendo in crisi – si trovano in condizioni precarie. In quest'ultimo caso, sebbene la concessione del sostegno debba avvenire a condizioni tendenzialmente di mercato, l'accordo aumenta inevitabilmente la “rischiosità” della società del gruppo più solida a vantaggio di quelle componenti più deboli, con effetti in astratto pregiudizievoli per gli azionisti della contraente più solida (che, però, potrebbero trarre a loro volta vantaggio dalla partecipazione al gruppo e, dunque, reputare conveniente tale accordo). Il coordinamento tra la disciplina degli accordi di sostegno finanziario e le norme in tema di direzione e coordinamento, da ritenersi non derogate nella fattispecie, è tema delicato, che esula dall'oggetto della presente analisi. Sul tema degli accordi di sostegno finanziario infragruppo, si rinvia più approfonditamente a E. RICCIARDIELLO, *Gli accordi di sostegno finanziario infragruppo nella Direttiva 2014/59/UE*, articolo presentato in occasione della VII Convegno nazionale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale “Orizzonti del Diritto Commerciale” (Roma, 27-28 febbraio 2016).

⁽⁸²⁾ Art. 21, par. 1, della BRRD, recepito dall'art. 69-*quaterdecies*, comma 1, TUB.

⁽⁸³⁾ Art. 23 BRRD, recepito all'art. 69-*quingiesdecies* del TUB.

⁽⁸⁴⁾ Al riguardo, è chiaro il disposto dell'art. art. 69-*duodecies*, comma 2, lett. a), TUB ove si ammette che il sostegno possa avvenire anche al di fuori dei casi previsti dall'accordo purché in linea con le politiche di gruppo e nel rispetto della disciplina sulla direzione e coordinamento di società. Sul tema, si veda anche l'art. 19, par. 3, BRRD.

⁽⁸⁵⁾ A tale scopo, l'autorità di risoluzione può farsi assistere dalla banca cui si riferisce il piano di risoluzione (art. 10, par. 5, BRRD, recepito all'art. 9 del Decreto BRR).

serie di scenari ipotetici di crisi, individuando – per ognuno di essi – gli strumenti di risoluzione che prevede di utilizzare. Nel caso di gruppi, è prevista la predisposizione di un unico piano di gruppo che ricomprende il contenuto dei piani di risoluzione individuali, così da meglio promuovere il coordinamento delle azioni nell'ipotesi di crisi del gruppo ⁽⁸⁶⁾. L'obiettivo che si è posto il legislatore europeo, inserendosi nel solco di quanto previsto già dai *Key Attributes* (v. *supra* §3), è far sì che l'autorità di risoluzione, stante la complessità delle banche, conosca sempre in anticipo le caratteristiche specifiche di ciascuna banca e, in relazione ad esse, abbia già previsto le modalità con cui intervenire nell'ambito di un'eventuale risoluzione (così da ridurre i tempi di reazione). Tali modalità hanno la funzione di mero orientamento dell'azione dell'autorità in caso di effettiva crisi, non ponendo alcun vincolo all'azione dell'autorità di risoluzione quando modalità diverse di intervento appaiano più efficaci ⁽⁸⁷⁾.

In aggiunta e a supporto della pianificazione della risoluzione ⁽⁸⁸⁾, si è anche previsto che l'autorità possa rimuovere eventuali impedimenti alla risoluzione che dovesse rilevare, anche incidendo sulla struttura delle banche. In particolare, l'autorità di risoluzione – eventualmente, insieme alle autorità di risoluzione competenti per le componenti del gruppo – deve valutare la risolvibilità di ciascuna banca tramite le ordinarie procedure di insolvenza e/o gli strumenti di risoluzione ⁽⁸⁹⁾. Nel caso in cui

⁽⁸⁶⁾ In ipotesi di gruppi bancari transnazionali, le cui componenti siano stabilite in più Stati membri, il piano di risoluzione di gruppo è predisposto all'interno di "collegi di risoluzione" che vedono la partecipazione di tutte le autorità nazionali di risoluzione degli Stati membri in cui sono stabilite le componenti del gruppo o le sue succursali significative. Cfr. art. 13, par. 2, BRRD.

È possibile che non si raggiunga una decisione congiunta tra tutte le autorità che partecipano al collegio di risoluzione. In tal caso, l'autorità di risoluzione competente per la capogruppo redige un piano di risoluzione di gruppo che, tuttavia, «non dovrebbe riguardare le entità del gruppo per le quali le autorità competenti hanno valutato o elaborato piani individuali» (considerando n. 33 BRRD) e le autorità di risoluzione nazionali dissenzienti redigono un separato piano di risoluzione per le componenti del gruppo di loro competenza (art. 13, par. 5 e 6, BRRD).

⁽⁸⁷⁾ Cfr. il considerando n. 54 della BRRD, secondo cui «quando intraprendono azioni di risoluzione, le autorità di risoluzione dovrebbero tenere conto delle misure previste nel piano di risoluzione e applicarle, a meno che esse non ritengano, alla luce delle specifiche circostanze, che gli obiettivi di risoluzione sarebbero raggiunti più efficacemente attuando azioni non previste in detto piano» (in relazione all'azione del *Single Resolution Board*, con formula sostanzialmente corrispondente, il considerando n. 64 del Regolamento SRM).

⁽⁸⁸⁾ Così, espressamente, l'art. 15, par. 3, della BRRD che stabilisce che «la valutazione della possibilità di risoluzione [...] è effettuata dall'autorità di risoluzione contestualmente e ai fini della preparazione e all'aggiornamento del piano di risoluzione».

⁽⁸⁹⁾ Artt. 15 e 16 della BRRD, recepiti dagli artt. 12 e 13 del Decreto BRR.

reputi che una banca non sia risolvibile, l'autorità di risoluzione deve richiedere ad essa l'adozione di misure idonee a rimuovere gli impedimenti identificati e, in caso di mancata adozione di misure idonee da parte della banca, può imporre direttamente modifiche alla strategia di *business* e alla struttura giuridica al fine di ridurre la complessità e/o le dimensioni della banca (ad esempio, ordinando la cessazione di alcune attività oppure la separazione delle attività di investimento). Inoltre, l'autorità di risoluzione può ordinare ad una banca di intraprendere azioni volte a consentire il rispetto del requisito minimo, stabilito dalla stessa autorità, per i fondi propri e le passività ammissibili (sul tema, si veda *infra* Cap. III, §4)⁽⁹⁰⁾.

5.2. *Le misure di intervento precoce*

Il secondo gruppo di norme individuabile all'interno della direttiva BRR ha ad oggetto le misure di intervento precoce. Si tratta di poteri riconosciuti all'autorità di vigilanza (BCE o autorità di vigilanza nazionali) il cui esercizio è graduato in relazione alla gravità della situazione in cui si trova la banca⁽⁹¹⁾. Nella forma meno invasiva – che presuppone la violazione, o il rischio di prossima violazione, dei requisiti prudenziali – tali poteri si concretizzano nella possibilità per l'autorità di impartire ordini agli amministratori della banca o della capogruppo, chiedendo l'aggiornamento e/o l'attuazione, in tutto o in parte, del piano di risanamento oppure imponendo alla banca di modificare la propria forma societaria (ad esempio, da società cooperativa a

⁽⁹⁰⁾ Art. 17 della BRRD, recepito dall'artt. 14, 15 e 16 del Decreto BRR. L'esercizio di tali poteri da parte dell'autorità di risoluzione si sovrappone ai poteri dell'autorità di vigilanza che, come visto, può ingiungere modifiche specifiche o intervenire direttamente per rimediare a carenze nel piano di risanamento o impedimenti alla sua attuabilità. Per tale motivo, l'autorità di risoluzione deve sempre consultare l'autorità di vigilanza quando intende fare uso dei propri poteri volti alla rimozione degli impedimenti alla risolvibilità di una banca (art. 17, par. 1, BRRD e art. 14, comma 1, Decreto BRR). Sul tema, dei poteri dell'autorità di risoluzione per la rimozione degli impedimenti si veda più ampiamente V. SANTORO, *Prevenzione e "risoluzione" delle crisi bancarie*, 2014, in www.regolazioneimercati.it, pp. 5 ss.

⁽⁹¹⁾ Art. 27, par. 1, della BRRD, recepito dall'art. 69-*octiesdecies* del TUB.

società per azioni) ⁽⁹²⁾. In presenza di una situazione più grave ⁽⁹³⁾, l'autorità può rimuovere tutti i componenti dell'organo amministrativo, dell'organo di controllo e/o tutti o alcuni dei componenti dell'alta dirigenza della banca o della società capogruppo di un gruppo bancario, ordinando il rinnovo di tali organi o cariche da parte dei competenti organi ⁽⁹⁴⁾. Ciò, tuttavia, a condizione che la facoltà di impartire ordini agli amministratori e i poteri comunemente riconosciuti all'autorità di vigilanza non siano stati ritenuti, nella fattispecie, sufficienti ⁽⁹⁵⁾. Quando invece, in presenza delle medesime circostanze che legittimano la sostituzione degli organi e dell'alta dirigenza tale potere non sia ritenuto sufficiente, l'autorità di vigilanza può nominare un amministratore temporaneo in sostituzione o in affiancamento degli organi sociali ⁽⁹⁶⁾. Tale potere di intervento precoce è stato modellato dal legislatore europeo sull'amministrazione straordinaria italiana, cosicché la disciplina della direttiva BRR, in questa parte, non ha richiesto un vero e proprio recepimento, ma soltanto qualche adeguamento quale, ad esempio, quello dell'introduzione dell'amministrazione straordinaria "in affiancamento" ⁽⁹⁷⁾.

⁽⁹²⁾ Ciò fermi restando i poteri che, nel nostro ordinamento, la Banca d'Italia può esercitare ordinariamente nei confronti delle banche e dei gruppi bancari, anche quando non ricorra il presupposto della violazione, o del rischio di prossima violazione, dei requisiti di vigilanza prudenziale (ad esempio, quello di convocare l'assemblea dei soci fissandone l'ordine del giorno, di imporre cambiamenti alle strategie aziendali o vietare alcune operazioni quali la distribuzione di utili, cfr. artt. 53-*bis* e 67-*ter* TUB).

⁽⁹³⁾ Il legislatore europeo ha identificato tale situazione più grave nell'ipotesi in cui la banca o il gruppo bancario sia incorso in gravi violazioni legislative, regolamentarie e statutarie, si siano verificate gravi irregolarità nell'amministrazione oppure sia avvenuto un grave deterioramento della situazione finanziaria della banca o del gruppo (art. 28 della BRRD e art. 69-*octiesdecies*, comma 1, lett. b, TUB).

⁽⁹⁴⁾ I soggetti nominati per sostituire i componenti degli organi o dell'alta dirigenza rimossi sono sottoposti all'approvazione dell'autorità di vigilanza (art. 28 della BRRD, recepito all'art. 69-*vicies-semel*, comma 3, TUB).

⁽⁹⁵⁾ Oltre al potere di impartire ordini agli amministratori, occorre considerare che nel nostro ordinamento la Banca d'Italia dispone ordinariamente di una serie di poteri sulla banca e sulla società capogruppo di un gruppo bancario (v. *supra* nt. 92) che ricomprendono altresì la possibilità di disporre la rimozione di singoli esponenti aziendali quando la loro permanenza in carica sia di pregiudizio per la sana e prudente gestione della banca (art. 69-*vicies-semel*, comma 6, TUB, che richiama l'art. 53-*bis*, comma 1, lett. e, e 67-*ter*, comma 1, lett. e).

⁽⁹⁶⁾ Art. 29 della BRRD.

⁽⁹⁷⁾ Tale istituto si trova adesso all'art. 75-*bis* del TUB, sotto la rubrica "*Commissari in temporaneo affiancamento*". Prima del recepimento della direttiva BRR, la sottoposizione di una banca ad amministrazione straordinaria e la nomina di uno o più commissari comportava, in tutti i casi, lo scioglimento degli organi di amministrazione e controllo della banca commissariata (art. 71 TUB).

5.3. (Segue) *Il potere di riduzione o conversione degli strumenti di capitale (c.d. write down)*

Al confine tra misure di intervento precoce e risoluzione si colloca il potere spettante all'autorità di risoluzione di procedere alla riduzione o conversione degli elementi computabili nei fondi propri di una banca in crisi (principalmente, riserve, azioni e obbligazioni subordinate computabili nel patrimonio di vigilanza). Tale potere, definito potere di riduzione o conversione degli strumenti di capitale (o *write down*), si pone al confine tra l'area della vigilanza prudenziale e quella della risoluzione, non rientrando in nessuna delle due categorie. L'autorità di risoluzione può esercitare il potere di riduzione o conversione indipendentemente da un'azione di risoluzione quando ciò è sufficiente a rimuovere la situazione di crisi in cui si trova la banca (si parlerà, in tal caso, di *write down* ristorativo) oppure in preparazione di un intervento di risoluzione realizzato in immediata successione (*write-down* preparatorio). Alla luce dell'affinità esistente dal punto di vista del funzionamento tra *write down* e *bail-in*, il potere di riduzione o conversione dei fondi propri (*write down*) sarà trattato diffusamente nel proseguo di questo lavoro (in particolare, per i rapporti con il *bail-in*, v. *infra* Cap. III, §2).

5.4. *La risoluzione e le altre procedure di gestione della crisi bancaria*

Infine, il terzo e ultimo gruppo di norme riguarda la risoluzione e le altre procedure di gestione delle crisi. Prima però di esaminare per cenni gli strumenti di risoluzione, è opportuno premettere brevemente gli obiettivi cui è destinata la risoluzione:

- 1) assicurare la continuità delle funzioni essenziali delle banche (ad esempio, accesso ai depositi);
- 2) preservare la stabilità del sistema finanziario, evitando fenomeni di contagio e garantendo la concorrenza tra banche;
- 3) contenere gli oneri a carico delle finanze pubbliche;

In relazione agli effetti dell'inquadramento dell'amministrazione straordinaria tra le misure di vigilanza, piuttosto che di gestione della crisi, in relazione alla competenza all'adozione del provvedimento di amministrazione straordinaria, si veda O. CAPOLINO, *Banking Recovery and Resolution: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità*, 2016, reperibile all'indirizzo www.regolazioneideimercati.it/regole-mercato, p. 7.

4) tutelare depositanti, gli investitori protetti e la clientela in relazione ai beni e alle attività detenute dalla banca per loro conto (ad esempio, portafogli titoli gestiti dalla banca in via fiduciaria);

5) in subordine rispetto ai precedenti obiettivi, minimizzare i costi della risoluzione ed evitare, per quanto possibile, la distruzione di valore ⁽⁹⁸⁾.

Tali obiettivi evidenziano con chiarezza come il diritto europeo della crisi delle banche si collochi in continuità con la riflessione teorica iniziata a livello internazionale nell'ambito dei *Key Attributes* predisposti dal *Financial Stability Board* (v. *supra* §3), All'autorità spetta il complesso compito di indentificare, in concreto, il migliore bilanciamento degli obiettivi che la legge pone sullo stesso livello (nn. da 1 a 4), anche alla luce dei possibili conflitti che potrebbero sorgere ⁽⁹⁹⁾.

Tanto premesso in merito agli obiettivi generali cui tende la disciplina della risoluzione, gli strumenti previsti a tale scopo dalla direttiva BRR sono quattro: la cessione ad un soggetto terzo, l'ente-ponte (c.d. *bridge bank*), la separazione di attività (c.d. *bad bank*) e il *bail-in*.

⁽⁹⁸⁾ Si veda l'art. 31, par. 1, della BRRD, recepito nel nostro ordinamento dall'art. 21 del Decreto BRR, che al primo comma evidenzia gli obiettivi primari della risoluzione (ossia, gli obiettivi elencati dal n. 1 al n. 4 nel testo) e, al secondo comma, prevede l'obiettivo secondario della risoluzione, da perseguirsi nei limiti in cui ciò sia compatibile con il perseguimento degli obiettivi primari (obiettivo di cui al n. 5 nel testo).

Gli obiettivi elencati dal legislatore europeo sono molto simili agli obiettivi previsti dal *Banking Act* adottato nel 2009 nel Regno Unito (v. *supra* §3, nt. 40), con la differenza che il *Banking Act* si poneva l'ulteriore obiettivo di evitare interferenze con i diritti di proprietà previsti dalla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea. Nell'ambito della direttiva BRR, in considerazione della straordinaria rilevanza degli effetti delle crisi bancarie, si è ritenuto opportuno non rimettere all'interprete il bilanciamento tra diritti di proprietà e interesse pubblico, ma prevedere espressamente che i diritti di proprietà non possono essere di ostacolo alla gestione ordinata delle crisi bancarie ove essa sia ispirata ad un principio di proporzionalità (cfr. il considerando n. 50 della direttiva BRR). Al riguardo, si noti tuttavia che una forma di bilanciamento tra diritti individuali e interesse pubblico era già contenuta all'art. 57 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea. Occorre segnalare, come si dirà meglio nel Cap. IV, §6.1, che l'applicazione di uno strumento di risoluzione non sembra comportare, in tutti i casi, una lesione dei diritti degli azionisti e dei creditori; il legislatore europeo ha soltanto voluto assicurare che una violazione di tali diritti, reale o solamente ipotizzabile, non possa essere di ostacolo alla risoluzione quando, in ragione della proporzionalità dell'intervento, debba ritenersi che l'interesse pubblico in ogni caso prevalga sui diritti di proprietà provati.

⁽⁹⁹⁾ Si pensi, ad esempio, all'obiettivo di contenere gli oneri a carico delle finanze pubbliche, che potrebbe in concreto contrastare con l'obiettivo di assicurare la continuità delle funzioni essenziali. Sul tema, si veda anche O. CAPOLINO, *Banking Recovery and Resolution: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità*, cit., p. 8.

Nell'ambito dello strumento della cessione ad un soggetto terzo (che deve essere in possesso dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria), la particolarità principale è rappresentata dal fatto che la cessione può avere ad oggetto anche tutte o parte delle azioni emesse dalla banca (malgrado il nome dello strumento lasci erroneamente intendere che possono essere oggetto di cessione soltanto i rapporti giuridici attivi o passivi rientranti nel patrimonio della banca, come da sempre avviene nelle procedure concorsuali, v. *supra* Cap. I, §2.3) ⁽¹⁰⁰⁾. La cessione delle azioni o dei rapporti dell'impresa bancaria avviene su decisione dell'autorità di risoluzione, senza che sia necessario il consenso degli azionisti o della banca in crisi, cui sono destinati, rispettivamente, gli eventuali corrispettivi ⁽¹⁰¹⁾.

Per quanto riguarda lo strumento dell'ente-ponte, esso consiste nella creazione di un veicolo – avente personalità giuridica autonoma e sottoposto al controllo dell'autorità di risoluzione ⁽¹⁰²⁾ – cui sono cedute le azioni della banca in crisi o, più spesso, una parte dei suoi rapporti giuridici (attività e passività, purché con un valore complessivo positivo); anche in questo caso, non è necessario il consenso degli azionisti o della banca in crisi, cui sono destinati, rispettivamente, i corrispettivi della cessione alla *bridge bank* ⁽¹⁰³⁾. La funzione dell'ente-ponte è quella di garantire la continuità delle funzioni essenziali della banca in crisi, onde evitare effetti negativi sul

⁽¹⁰⁰⁾ Art. 38 BRRD, recepito dal legislatore italiano con il nome di “*cessione ad un soggetto terzo*” agli artt. 40 e 41 del Decreto BRR.

⁽¹⁰¹⁾ Art. 38, par. 4, BRRD, recepito con art. 40, comma 3, Decreto BRR.

⁽¹⁰²⁾ Il potere dell'autorità di risoluzione di esercitare il controllo sulla *bridge bank* discende direttamente dalla previsione *ex lege* di poteri speciali e non dipende, quindi, dal mantenimento di una partecipazione di controllo nel capitale sociale dell'ente-ponte. Al riguardo, il legislatore europeo ha previsto soltanto che almeno una partecipazione, anche minoritaria, nel capitale della *bridge bank* debba essere sempre detenuta dal Fondo di risoluzione (su cui *supra* al §4) o da autorità pubbliche (art. 40, par. 2, lett. a, BRRD, recepito dall'art. 42, comma 2, del Decreto BRR).

⁽¹⁰³⁾ Art. 40, par. 1, 3 e 4, BRRD, recepito dall'art. 43 Decreto BRR.

sistema finanziario ⁽¹⁰⁴⁾, e cedere in un successivo momento le azioni o il patrimonio acquistato ad un terzo ⁽¹⁰⁵⁾.

Molto simile allo strumento dell'ente-ponte, è lo strumento della cessione a una società veicolo per la gestione di attività ⁽¹⁰⁶⁾, con la differenza che, in questo caso, il complesso di attività e passività cedute al veicolo sottoposto al controllo dell'autorità di risoluzione può anche avere valore negativo ⁽¹⁰⁷⁾. Tale strumento è pensato, in sostanza, per consentire la creazione di una *bad bank* alla quale, la banca sottoposta a risoluzione (o la *bridge bank*), possa trasferire gli attivi di incerta realizzazione e le passività destinate a non essere interamente soddisfatte. Ciò, affinché tale veicolo proceda alla gestione di tali rapporti (che non comportano, di regola, lo svolgimento di funzioni essenziali), alla loro valorizzazione e liquidazione (con vendita ad un terzo

⁽¹⁰⁴⁾ La *bridge bank* si pone in perfetta continuità con la banca in crisi, continuandone ad esercitare i diritti ed essendo tenuta, negli stessi termini, ai medesimi obblighi in relazione ai rapporti ceduti (art. 40, par. 9 e 10, BRRD; art. 43, comma 4, Decreto BRR). Tuttavia, la *bridge bank* non subentra nelle autorizzazioni all'esercizio dell'attività bancaria di cui è titolare la banca in crisi, dovendo rispettare i requisiti, anche patrimoniali, per l'esercizio dell'attività bancaria e dovendosi dotare autonomamente delle necessarie autorizzazioni (art. 41, par. 1, lett. e, lett. f, BRRD; art. 42, comma 5, Decreto BRR). L'autorità di risoluzione può, tuttavia, autorizzare provvisoriamente l'ente-ponte ad esercitare l'attività bancaria e a prestare servizi di investimento in attesa dell'autorizzazione da parte dell'autorità responsabile (art. 41, par. 1, secondo periodo, BRRD, recepito all'art. 42, comma 7, Decreto BRR).

La banca sottoposta a risoluzione – indicata spesso come *residual entity* poiché nel suo patrimonio non rimangono i rapporti giuridici aventi rilevanza sistemica che sono trasferiti all'ente-ponte – è destinata ad essere liquidata con procedura concorsuale ordinaria e, dunque, in Italia, tramite liquidazione coatta amministrativa.

⁽¹⁰⁵⁾ Ciò permette di attendere, senza destabilizzare il sistema finanziario, un terzo disponibile ad acquistare le attività della banca in crisi anche quando ciò richiede diverso tempo. Nel corso della recente crisi finanziaria, infatti, uno degli aspetti più problematici – che ha costretto molti stati ad interventi di *bail-out* – è stata la mancanza di intermediari finanziari interessati a rilevare le banche in difficoltà in uno scenario di crisi generalizzata del sistema finanziario.

Una volta che l'ente-ponte ha raggiunto tale scopo, è prevista la sua cessazione (art. 41, par. 3, lett. a, c, ed e, BRRD; art. 44, comma 1, lett. a, b e c, Decreto BRR). In ogni caso, l'ente-ponte è cessato automaticamente trascorsi due anni dall'ultima cessione all'ente-ponte da parte della banca in crisi o dei azionisti di questa, salva la possibilità per l'autorità di risoluzione di concedere una o più proroghe annuali (art. 41, par. 5 e 6, BRRD; art. 44, commi 2 e 3, Decreto BRR).

⁽¹⁰⁶⁾ Anche in questo caso è prevista la creazione di una società veicolo, dotata di personalità giuridica e sottoposta al controllo dell'autorità di risoluzione per effetto della previsione, in favore di questa, di poteri speciali che prescindono della titolarità di una partecipazione maggioritaria (art. 42 BRRD; art. 45 Decreto BRR).

⁽¹⁰⁷⁾ Ciò si desume, con chiarezza, dal fatto che il corrispettivo per la cessione può, in questo caso, anche avere valore nominale o negativo (cfr. art. 42, par. 6, BRRD).

acquirente o tramite procedure esecutive o concorsuali) ⁽¹⁰⁸⁾. Il legislatore europeo ha previsto che lo strumento della separazione delle attività debba essere, di regola, utilizzato soltanto in combinazione con altri strumenti di risoluzione, al fine di impedire un indebito vantaggio per la banca sottoposta a risoluzione ⁽¹⁰⁹⁾.

Infine, la direttiva prevede lo strumento del *bail-in* che, tuttavia, come già detto, sarà oggetto di esame approfondito solo nel prossimo Capitolo. Per il momento è sufficiente dire che il *bail-in* consente di ristabilire l'equilibrio patrimoniale di una banca in crisi operando soltanto sul soggetto e, in specie, sulla sua struttura finanziaria: le perdite patrimoniali sono azzerate mediante la cancellazione delle azioni, degli strumenti di capitale e delle passività nella misura di quanto necessario; il patrimonio di vigilanza della banca è ricostituito mediante la conversione in azioni della parte più subordinata delle pretese verso la banca (strumenti di capitale e/o passività) che non siano state cancellate al fine di azzerare le perdite.

5.5. (Segue) Stabilizzazione pubblica

A completamento di questo terzo corpo normativo concernente la risoluzione, devono ricordarsi anche le norme in tema di stabilizzazione pubblica.

⁽¹⁰⁸⁾ Più precisamente, il ricorso allo strumento della separazione delle attività si giustifica nei seguenti casi: quando le condizioni di mercato sono tali che un'immediata liquidazione concorsuale potrebbe avere effetti negativi sui mercati finanziari, la cessione alla *bad bank* è necessaria per garantire il corretto funzionamento dell'ente sottoposto a risoluzione o dell'ente-ponte, oppure tale cessione è necessaria per massimizzare i proventi ricavabili dalla liquidazione (art. 42, par. 5, BRRD, recepito dall'art. 46 del Decreto BRR).

⁽¹⁰⁹⁾ Si veda, espressamente, in questo senso, il considerando n. 66 della direttiva BRR. Se tale strumento venisse utilizzato indipendentemente dagli altri strumenti di risoluzione, gli azionisti di una banca sottoposta a risoluzione (e, in una certa misura, i creditori) verrebbero avvantaggiati dalla cessione di una componente potenzialmente anche negativa e di incerta valutazione. Infatti, sebbene sia possibile prevedere un corrispettivo negativo in favore della banca sottoposta a risoluzione (v. *supra* nt. 107), tale corrispettivo è sicuramente superiore a quello che potrebbe essere ottenuto tramite una soluzione di mercato (che, a parità di termini, deve sempre essere preferita). L'inadeguatezza del corrispettivo avrebbe l'effetto di ridurre o azzerare il *deficit* patrimoniale della banca, ponendo i costi del salvataggio non sugli azionisti e investitori, come si renderebbe necessario per neutralizzare il rischio di azzardo morale (v. *supra* §2), ma sul soggetto che ha capitalizzato il veicolo usato come *bad bank* e/o sui creditori della banca sottoposta a risoluzione ceduti alla *bad bank*. Tale pericolo non sussiste, invece, se alla creazione di una *bad bank* si accompagna un *bail-in* della banca sottoposta a risoluzione (o se la parte "buona" del suo patrimonio, avente valore complessivo positivo, viene ceduta alla *bridge bank*).

Con riferimento ai meccanismi di stabilizzazione pubblica, occorre innanzitutto evidenziare come – malgrado il dato testuale della direttiva – non si tratti di strumenti di risoluzione ⁽¹¹⁰⁾, ma di forme di intervento pubblico di «ultima istanza», utilizzabili nel contesto della risoluzione soltanto quando ricorra la «situazione eccezionale di una crisi sistemica» ⁽¹¹¹⁾ e dopo che siano stati valutati e utilizzati gli strumenti di risoluzione nella misura massima consentita dall'obiettivo del mantenimento della stabilità finanziaria ⁽¹¹²⁾. Nella sostanza, si tratta di un salvagente finanziario pubblico di ultima istanza (c.d. *backstop*), particolarmente opportuno in considerazione della dotazione finanziaria limitata dei meccanismi di finanziamento della risoluzione (fondi di risoluzione nazionale e Fondo unico di risoluzione) ⁽¹¹³⁾.

Più precisamente, meccanismi di stabilizzazione pubblica sono, sostanzialmente, dei *bail-outs* pubblici che possono assumere due forme diverse:

(i) tramite l'erogazione di un sostegno pubblico al capitale della banca sottoposta a risoluzione (art. 57 BRRD), sotto forma di sottoscrizione di azioni o altri strumenti di capitale computabili nel patrimonio di vigilanza della banca, oppure

(ii) mediante una temporanea nazionalizzazione della banca (art. 58 BRRD), attuata tramite il trasferimento delle azioni della banca sottoposta a risoluzione ad una società pubblica o ad un altro soggetto designato dallo Stato membro.

In entrambi i casi, la partecipazione o gli strumenti di capitale sotto il controllo pubblico devono essere ceduti al settore privato non appena le condizioni del mercato lo consentano. Come si dirà nel Capitolo III al §6, il ricorso a tali meccanismi richiede il rispetto della disciplina in materia di aiuti di stato e di requisiti particolarmente stringenti in tema c.d. *burden sharing* ⁽¹¹⁴⁾.

⁽¹¹⁰⁾ Sul tema, si veda A. GARDELLA, *Bail-In and the Two Dimension of Burden Sharing*, in *From Monetary Union to Banking Union, on the way to Capital Markets Union. New opportunities for European integration.*, ECB Legal Conference, 2015, pp. 205 ss. e, ivi, p. 211, cui si rinvia più ampiamente sul tema dei meccanismi di stabilizzazione pubblica.

⁽¹¹¹⁾ Cfr. art. 37, par. 10, BRRD.

⁽¹¹²⁾ Art. 56, par. 3 e par. 4, lett. a, BRRD.

⁽¹¹³⁾ Con finalità probabilmente segnaletica, il legislatore italiano non ha recepito tali norme nel nostro ordinamento, rimandando la questione ad un'eventuale intervento *ad hoc* qualora se ne verificasse la necessità (come accaduto d.l. 22 novembre 2015, n. 183, non convertito in legge ma fatto salvo per suoi effetti dall'art. 1, comma 854, della legge di stabilità 2016).

⁽¹¹⁴⁾ Così, l'art. 56, par. 1, BRRD, che rinvia all'art. 37, par. 10, BRRD.

6. I principi che governano il trattamento degli azionisti e creditori

Dopo aver svolto nei precedenti paragrafi alcuni brevi cenni in merito ai tratti essenziali del diritto europeo della prevenzione e gestione delle crisi bancarie, è adesso opportuno restringere il campo di indagine alla risoluzione. A tal fine, si farà riferimento principalmente alla disciplina italiana di recepimento, evidenziando le opzioni esercitate dal legislatore italiano e le disposizioni integrative rispetto al contenuto della direttiva BRR.

L'analisi prende avvio dai principi base che governano il trattamento degli azionisti e dei creditori nella risoluzione, applicabili anche all'esercizio del potere di *write down* in ragione della sua sostanziale coincidenza con lo strumento del *bail-in* (v. *supra* §5.3 e, più nello specifico, *infra* Cap. III, §2). Tali principi sono volti ad assicurare che l'allocatione delle perdite sugli azionisti e creditori della banca consenta di riprodurre, sostanzialmente, il trattamento che avrebbero ricevuto azionisti e creditori laddove la banca fosse stata sottoposta a liquidazione coatta amministrativa. Ciò, tuttavia, a condizioni tendenzialmente migliorative rispetto al trattamento che sarebbe conseguito da una liquidazione della banca e, in ogni caso, mai pregiudizievoli per nessun azionista o creditore rispetto ad uno scenario liquidatorio.

6.1. Il principio fondamentale dell'assenza di pregiudizio (*c.d.* no creditor worse off)

Il principio dell'assenza di pregiudizio costituisce il principio cardine dell'impianto normativo della risoluzione bancaria ⁽¹¹⁵⁾. Esso garantisce che nessun azionista o creditore coinvolto dall'esercizio dei poteri riconosciuti all'autorità di risoluzione possa lamentare un pregiudizio rispetto a quanto sarebbe accaduto qualora la banca in crisi fosse stata sottoposta all'ordinaria procedura di insolvenza

⁽¹¹⁵⁾ La direttiva BRR ha ripreso questo fondamentale principio dai *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* pubblicati dal FSB nell'ottobre 2011 (cfr. art. 5.2 dei *Key Attributes*). La versione pubblicata nel 2011 è stata ulteriormente sviluppata dal FSB nel 2014 (v. *supra* nt. 47), senza tuttavia mutare le previsioni in tema di “no creditor worse off” (la versione più aggiornata dei *Key Attributes* può essere reperita all'indirizzo www.financialstabilityboard.org/2014/10/r_141015/).

per essa applicabile (quindi, nel caso del nostro ordinamento, a liquidazione coatta amministrativa) ⁽¹¹⁶⁾.

In altri termini, il salvataggio di una banca tramite il c.d. *burden sharing* – ossia, l'utilizzo, in tutto o in parte, di risorse ad essa apportate da coloro che vi hanno in precedenza investito (*in primis*, gli azionisti) o che, comunque, hanno accettato di fare ad essa credito – non può tradursi nell'imposizione ad azionisti e creditori della banca di perdite maggiori rispetto a ciò che sarebbe accaduto se la banca in crisi fosse stata liquidata (chiaramente presupponendo l'assenza di qualsiasi supporto finanziario pubblico) ⁽¹¹⁷⁾. Il rovescio della medaglia è che risulta legittimo escludere del tutto, nell'ambito della risoluzione, la soddisfazione delle pretese degli azionisti e dei creditori che non avrebbero ricevuto alcunché se la banca fosse stata sottoposta a liquidazione attraverso la procedura di insolvenza ordinariamente applicabile.

A questo scopo, come si vedrà più avanti (v. *infra* al §8), assume valenza fondamentale la valutazione che dovrà essere compiuta da un esperto indipendente prima dell'esercizio del potere di *write down* o della sottoposizione di una banca a

⁽¹¹⁶⁾ Cfr. art. 22, comma 1, lett. c), Decreto BRR.

⁽¹¹⁷⁾ Per *burden sharing* si intende l'imposizione dei costi della crisi bancaria sugli azionisti e i creditori della banca. Tale concetto è stato introdotto dalla Comunicazione sul settore bancario del 30 luglio 2013 della Commissione europea (2013/C 216/01), che ha previsto (e che tuttora prevede, anche dopo l'entrata in vigore della disciplina sulla risoluzione) che «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». Tale concetto – finalizzato a neutralizzare il *moral hazard* risultante dall'esistenza di un'implicita garanzia pubblica sui debiti bancari imposta dal problema del *too big (or too complex) to fail* (v. *supra* 2) – è stato ripreso in termini non del tutto coincidenti dalla successiva disciplina sulla risoluzione volta a rendere possibile, anche per le banche, ciò che comunemente avviene in tutte le imprese industriali, ovverosia la sopportazione delle perdite da parte degli azionisti e dei creditori in caso di insolvenza.

Quanto rilevato evidenzia come il principio dell'assenza di pregiudizio rappresenti un limite ai criteri di *burden sharing* che sono previsti come requisiti fondamentali per il ricorso ai meccanismi di pubblici di finanziamento della risoluzione. Tale rapporto tra principio dell'assenza di pregiudizio e *burden sharing* non pone problemi interpretativi quando, come comunemente accade, il valore dell'attività bancaria in continuità (*going concern*) è superiore, o quantomeno pari, al valore dell'attività bancaria in una prospettiva di liquidazione (*gone concern*). La stessa cosa non avviene quando tale circostanza non ricorra, potendosi creare in questo caso un apparente cortocircuito: i soggetti che hanno subito delle perdite per effetto della risoluzione dovrebbero essere indennizzati nella misura della minore soddisfazione rispetto allo scenario della liquidazione, ma l'intervento pubblico a tale fine necessario non potrebbe essere effettuato poiché, se si indennizzassero gli azionisti e/o i creditori, i requisiti di *burden sharing* non sarebbero più rispettati. Sul tema si tornerà più avanti, quando ci si soffermerà sulla valutazione “successiva” sulla differenza di trattamento degli azionisti e creditori (v. *infra* §8.3, in specie nt. 220).

risoluzione (c.d. valutazione precedente, v. *infra* §§8.1 e 8.2) e, soprattutto, la valutazione che lo stesso o un altro esperto indipendente dovrà compiere dopo l'esercizio dell'azione di risoluzione (c.d. valutazione successiva, v. *infra* §8.3). Tale rilievo cruciale appare chiaro se si considera che molti dei nuovi strumenti per la gestione delle crisi bancarie non prevedono una verifica da parte del mercato (c.d. *market test*) circa il valore del patrimonio della banca sottoposta a risoluzione: manca infatti (o è rinviata ad un tempo anche molto distante) la cessione del patrimonio della banca e, pertanto, la determinazione del valore dello stesso avviene in maniera “virtuale” tramite la formulazione di ipotesi di realizzo da parte di un esperto.

Con la previsione del principio dell'assenza di pregiudizio, come si avrà occasione di approfondire più avanti, si è assicurata la compatibilità costituzionale del nuovo quadro normativo per la gestione delle crisi bancarie con riferimento al rispetto dei diritti fondamentali degli azionisti e dei creditori (v. *infra* Cap. IV, §6.1). L'attribuzione agli azionisti e ai creditori di un trattamento meno favorevole rispetto a quello che sarebbe conseguito da una liquidazione coatta amministrativa si sarebbe, inevitabilmente, tradotto in un esproprio senza indennizzo (o con un indennizzo inadeguato), in aperta violazione dei diritti proprietari costituzionalmente garantiti agli azionisti e ai creditori ⁽¹¹⁸⁾.

Coerentemente con il fondamento costituzionale che vi è sotteso, non è difficile scorgere come il principio dell'assenza di pregiudizio rappresenti soltanto una declinazione particolare di un'esigenza generale, comune a tutti gli strumenti volti a superare una situazione di squilibrio finanziario e/o patrimoniale (e, dunque, ripristinare la correlazione tra potere di controllo e rischio di impresa, v. *supra* Cap. I, §2.3) mediante l'imposizione ai creditori di un trattamento diverso da quello loro spettante in base all'originario titolo, senza che tale diverso trattamento sia il risultato della liquidazione sul mercato del patrimonio del debitore. Infatti, ferma la possibilità per ciascun creditore di disporre dei propri diritti di credito su base volontaria mediante un accordo con il debitore, ove tale accordo non sussista la mancanza di una “certificazione” da parte del mercato (*market test*) circa il valore del patrimonio

⁽¹¹⁸⁾ Il collegamento esistente tra principio dell'assenza di pregiudizio (*no creditor worse off*) e la tutela dei diritti fondamentali degli azionisti e dei creditori è reso esplicito dalla direttiva BRR, ove si afferma che «*l'interferenza nei diritti di proprietà non dovrebbe essere eccessiva. Gli azionisti e creditori interessati non dovrebbero subire perdite superiori a quelle che avrebbero sostenuto se l'ente fosse stato liquidato quando è stata decisa la risoluzione*» (considerando n. 50).

del debitore (o l'inattendibilità della stessa qualora la liquidazione sia avvenuta sotto controllo del debitore) impone di approntare una tutela per i creditori. Questa tutela consiste appunto – analogamente a quanto previsto dal principio dell'assenza di pregiudizio – nell'assicurare che non vi siano creditori (e, in alcuni ordinamenti, anche soci) che risultino pregiudicati dal ricorso a tali strumenti concorsuali alternativi alla liquidazione giudiziale ⁽¹¹⁹⁾.

Tale fondamentale esigenza di tutela, nel caso della gestione delle crisi bancarie, è stata realizzata in modo da evitare che potesse intralciare con l'intervento dell'autorità di risoluzione. Infatti, il principio dell'assenza di pregiudizio impone soltanto che gli eventuali azionisti e/o creditori lesi nel loro diritto di ottenere almeno quanto avrebbero ricevuto in caso di liquidazione coatta amministrativa ricevano un risarcimento *ex post*, successivo alla compiuta attuazione dell'azione di risoluzione ⁽¹²⁰⁾. Tale principio non si impone, invece, come un vincolo per l'autorità di risoluzione in sede di pianificazione e di gestione di una crisi bancaria, sebbene tali attività debbano, comunque, essere orientate al rispetto del principio dell'assenza di

⁽¹¹⁹⁾ Nell'ordinamento italiano, questa esigenza di tutela è affidata alla verifica giudiziale che i creditori possono attivare al fine di accertare che il trattamento loro riconosciuto sia almeno pari a quanto essi avrebbero ricevuto nelle «*alternative concretamente praticabili*» (nel caso di concordato fallimentare, art. 129, comma 5, l.f.; nel caso del concordato preventivo, art. 180, comma 4, l.f., nell'ambito dell'accordo di ristrutturazione con intermediari finanziari, art. 182-*septies*, comma 4, lett. c, l.f.). La locuzione «*alternative concretamente praticabili*» viene ricondotta allo scenario della liquidazione fallimentare dalla prevalente dottrina (I. PAGNI, *Sub artt. 179-181*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario*, dir. da A. Jorio e M. Fabiani, 2006, p. 1081; F. CENSONI, *Il concordato preventivo*, in *La riforma della disciplina dell'azione revocatoria e del concordato preventivo e degli accordi di ristrutturazione*, Padova, 2006, p. 246; M. CAFFI, *Il concordato preventivo*, in *Il diritto fallimentare riformato*, a cura di G. Schiano di Pepe, Padova, 2007, pp. 605 ss.; G. BOZZA, *La proposta di concordato preventivo*, in *Fall.*, 2005, pp. 1208 ss.; più recentemente, anche in seguito all'introduzione della disciplina delle proposte di concordato preventivo concorrenti, G. D'ATTORRE, *Concordato con continuità ed ordine delle cause di prelazione*, in *Giur. comm.*, 2016, I pp. 1 ss. e, ivi, p. 17, nt. 41) e giurisprudenza (Trib. Modena, 13 aprile 2006, in *Fall.*, 2006). Una corrispondente verifica giudiziale è prevista, in termini più chiari, dalla disciplina dell'accordo di composizione della crisi, in base alla quale – in presenza di opposizioni da parte di creditori che non hanno individualmente aderito all'accordo – il giudice omologa l'accordo «*se ritiene che il credito può essere soddisfatto dall'esecuzione dello stesso in misura non inferiore all'alternativa liquidatoria*» (art. 12, comma 2, l. 27 gennaio 2012, n. 3). Sul tema, si veda anche G. PRESTI, *Il bail-in*, in *Banca, Impresa, Società*, 2015, pp. 339 ss. e, ivi, pp. 356 ss.).

Un'analogia forma di tutela è prevista rispetto a soluzioni che non prevedano la liquidazione giudiziale, ove vincolanti anche per i creditori non individualmente consenzienti, nell'ordinamento tedesco (§245, par. 1, n. 1, *InsO*), nell'ordinamento francese per la procedura di *sauvegarde* e nell'ordinamento americano (Chapter 11, Sec. 1129(a)(7), c.d. *best interest test*).

⁽¹²⁰⁾ In questo senso, si veda anche J.H. BINDER, *The position of creditors under the BRRD*, 2015, disponibile su SSRN, p. 20.

pregiudizio sin dalla fase di pianificazione e dalla definizione del concreto programma di risoluzione ⁽¹²¹⁾. Infatti, come si vedrà meglio (v. *infra* §8.3), l'imposizione di oneri a carico del Fondo di risoluzione per la corresponsione di indennità, in conseguenza della lesione del principio dell'assenza di pregiudizio, rappresentano un "costo della risoluzione", che l'autorità di risoluzione è espressamente chiamata dalla legge a contenere al minimo ⁽¹²²⁾.

In considerazione della funzione assolta dal principio dell'assenza di pregiudizio, sembra possibile chiedersi se vi siano vincoli costituzionali in ordine alle caratteristiche delle procedure di insolvenza ordinariamente applicabili alle banche. Sebbene infatti la disciplina europea lasci liberi i legislatori nazionali nella definizione di tali procedure, il ruolo da esse assunto di parametro per il trattamento minimo spettante agli azionisti e ai creditori suggerisce l'esistenza di una soglia minima di efficienza. Malgrado tale soglia sia difficilmente identificabile, è chiaro che il legislatore nazionale non possa intervenire su tali procedure con l'intento di renderle meno vantaggiose per i titolari di pretese verso le banche e, per l'effetto, ampliare i margini di "manovra" nell'ambito della risoluzione. Una diminuzione del trattamento assicurato ad azionisti e creditori in forza del principio dell'assenza di pregiudizio amplierebbe, infatti, il *surplus* di risoluzione (che deve essere distribuito secondo quanto si dirà nel §6.2) e ridurrebbe i costi a carico del Fondo di risoluzione.

Oltre a quanto rilevato, il principio dell'assenza di pregiudizio consente, infine, di incrementare la certezza dei creditori di una banca in crisi, consentendo loro di poter confidare in un trattamento che in ogni caso, anche nell'ambito di soluzioni non liquidatorie, non potrà essere inferiore a quanto essi avrebbero ricevuto in una liquidazione concorsuale. La funzione di riduzione dell'incertezza così assolta dal principio dell'assenza di pregiudizio consente di ridurre l'instabilità del mercato e permette di scongiurare il timore che, per effetto dell'emanazione della disciplina della risoluzione, si verifichi un aumento eccessivo dei costi di provvista per le banche. Tale

⁽¹²¹⁾ La rilevanza del principio dell'assenza di pregiudizio anche in occasione della predisposizione e dell'aggiornamento dei piani di risoluzione – malgrado la mancanza di una espressa previsione in tal senso nella direttiva – è evidenziata da V. DE SERIÈRE, *Bail-in: Some Fundamental Questions*, in *Bank Recovery and Resolution*, a cura di M. Haentjens e B. Wessels, L'Aja, 2014, pp. 153 ss. e, *ivi*, p. 164.

⁽¹²²⁾ Cfr. art. 21, comma 2, Decreto BRR, che recepisce l'art. 31, par. 2, secondo periodo, BRRD. Sul tema, si veda anche A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del Meccanismo di Risoluzione Unico*, cit., p. 611.

aumento ci sarà sicuramente (*rectius*: in buona parte c'è già stato), ma non è affatto eccessivo: si tratta dell'aumento derivante dalla scelta politica di porre definitivamente fine all'implicita garanzia sovrana per i debiti delle banche che, come visto, si rendeva inevitabile per effetto della mancanza di un'adeguata disciplina per la gestione delle loro crisi (v. *supra* §2). Non si tratta dunque di un aumento riconducibile alle caratteristiche dei nuovi strumenti di risoluzione che, anzi, dovrebbero avere l'effetto di ridurre o, quantomeno lasciare invariati, i costi di provvista in virtù dell'operare del principio dell'assenza di pregiudizio ⁽¹²³⁾.

6.2. *Il rispetto tendenziale della gerarchia concorsuale e della parità di trattamento*

Il principio dell'assenza di pregiudizio, di cui si è detto nel precedente paragrafo, si limita a stabilire un livello minimo di soddisfazione che deve essere assicurato (eventualmente anche *ex post*, v. *infra* §8.3) a tutti i titolari di pretese verso la banca sottoposta a risoluzione. Tale principio non incide sul criterio di distribuzione dell'eventuale eccedenza di valore generata dalla risoluzione rispetto a tale livello minimo, rappresentato da quanto sarebbe stato possibile ricavare in caso di liquidazione concorsuale della banca. In altri termini, quando il valore dell'impresa bancaria mantenuta in continuità grazie all'utilizzo degli strumenti di risoluzione è, come accade di regola, superiore rispetto al valore che la stessa banca avrebbe avuto se cessata e sottoposta a liquidazione mediante la procedura di insolvenza ordinariamente applicabile, si genera un *surplus* rispetto alla cui distribuzione il principio dell'assenza di pregiudizio è indifferente.

La distribuzione di questo *surplus* deve seguire altri criteri previsti dalla disciplina della risoluzione, che tuttavia – a differenza del principio dell'assenza di pregiudizio – non hanno valenza assoluta. In particolare, nei rapporti tra azionisti o creditori aventi rango diverso, si prevede che la risoluzione debba porre le perdite a carico, in primo luogo, degli azionisti e, solo in un secondo momento, ove necessario, dei creditori della banca, nel rispetto dell'ordine di priorità applicabile in sede

⁽¹²³⁾ In questa prospettiva, si tratta di una internalizzazione di un rischio che, prima di tale fondamentale scelta, rappresentava un'esternalità negativa. Sul tema, si rinvia più ampiamente al Capitolo IV, §1.

concorsuale ⁽¹²⁴⁾. Assumendo la prospettiva (opposta) della ripartizione del *surplus* di risoluzione, tale criterio richiede che a beneficiare di questo plusvalore siano prima i creditori che, in caso di liquidazione, avrebbero ottenuto soltanto soddisfazione parziale della loro pretesa e, nel caso residui ancora valore dopo aver garantito la soddisfazione integrale di questi creditori, tale residuo venga destinato ai creditori di rango immediatamente inferiore e così sino all'esaurimento del *surplus* di risoluzione. Inoltre, la disciplina della risoluzione prevede che si segua, nei rapporti tra azionisti o creditori aventi la stessa posizione nell'ordine di priorità concorsuale, il criterio della parità di trattamento ⁽¹²⁵⁾. Di conseguenza, il *surplus* di risoluzione (o l'eccedenza di *surplus* risultante dalla soddisfazione integrale dei titolari di pretese di rango superiore) deve essere ripartito tra creditori pariordinati in misura eguale (“*pari passu*”).

In sostanza, con i criteri della gerarchia concorsuale e della parità di trattamento si riproduce, nell'ambito della risoluzione, l'operare dei criteri che governano nelle ordinarie procedure concorsuali la distribuzione del valore: il principio del rispetto dell'ordine legittimo delle cause di prelazione ⁽¹²⁶⁾ e la regola

⁽¹²⁴⁾ Art. 34, par. 1, lett. b, direttiva BRR. Tale disposizione non trova puntuale riconoscimento, in via generale, nella disciplina italiana di recepimento della direttiva, ma il principio in essa espresso è stato inserito dal legislatore italiano in più punti, con riferimento a vari aspetti della risoluzione (cfr. art. 24, comma 5; art. 49, comma 3, lett. a; art. 55, comma 2, Decreto BRR).

⁽¹²⁵⁾ Art. 22, comma 1, lett. b, Decreto BRR, che recepisce l'art. 34, par. 1, lett. f, direttiva BRR.

⁽¹²⁶⁾ Il rispetto dell'ordine legittimo delle cause di prelazione esclude che si possa attribuire alcun valore ai titolari di pretese di rango inferiore, sino a che i titolari delle pretese di rango superiore non siano stati integralmente soddisfatti. In questo senso deve interpretarsi l'inciso dell'art. 2741, comma 1, c.c. che prevede che il diritto dei creditori a concorrere in misura paritaria sul patrimonio del debitore fatte «*salve le cause legittime di prelazione*». Corollario di tale regola è rappresentato dal divieto di attribuire ad un creditore più del valore della pretesa di cui è titolare. La regola del rispetto dell'ordine legittimo delle cause di prelazione corrisponde alla c.d. *absolute priority rule* statunitense che, nell'ordinamento italiano, trova piena applicazione nell'ambito della ripartizione ai creditori del ricavato della liquidazione fallimentare e, secondo alcuni autori, anche nell'ambito del concordato preventivo (in questo senso, si veda D. VATTERMOLI, *Concordato con continuità aziendale*, *absolute priority rule e new value exception*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, pp. 331 ss.). A tale tesi si contrappone l'opinione secondo cui nell'ambito del concordato preventivo sarebbe sufficiente il rispetto di una c.d. *relative priority rule* in base alla quale basterebbe garantire che i titolari di pretese di rango concorsuale più elevato ricevano una soddisfazione migliore di quella assicurata ai creditori di rango inferiore (in questo senso, si veda F. GUERRERA, M. MALTONI, *Concordati giudiziali e operazioni di «riorganizzazione»*, cit., p. 56, nt. 94 e, limitatamente ai rapporti tra creditori e soci, L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., pp. 59 ss.). Quest'ultima opinione appare più convincente alla luce del fatto che, nell'ambito del concordato preventivo, opera già il dovere di assicurare un trattamento ai creditori almeno pari a quello che avrebbero ricevuto in base alle «*alternative concretamente praticabili*» (ma si tenga conto che la violazione di tale dovere può essere fatta valere soltanto qualora la proposta di

della *par condicio creditorum* ⁽¹²⁷⁾. Per l'effetto, il plusvalore della risoluzione viene tendenzialmente ripartito tra gli azionisti e i creditori seguendo gli stessi criteri con cui si provvede alla ripartizione del ricavato di una liquidazione concorsuale. Ciò che si realizza con la risoluzione, pertanto, sembra essere, dal punto di vista della distribuzione del valore, una procedura concorsuale "virtuale" più efficiente della procedura concorsuale "reale".

Tuttavia, analogamente a quanto accade per gli altri meccanismi concorsuali alternativi alla liquidazione giudiziale dei beni del debitore, anche nella risoluzione i criteri della gerarchia concorsuale e della parità di trattamento assumono un grado di rigidità inferiore rispetto a quanto accade nel fallimento ⁽¹²⁸⁾. In questo contesto,

concordato approvata non abbia ricevuto il consenso di tutte le classi o, se non sono previste classi, vi sono creditori dissenzienti titolari di almeno il 20% del complessivo indebitamento non garantito, cfr. art. 180, comma 4, l.f.). Peraltro, anche negli Stati Uniti, dove tale regola è sempre stata tradizionalmente applicata con grande rigidità anche nell'ambito del Chapter 11, ha preso più recentemente campo un'interpretazione della *absolute priority rule* incline ad ammettere alcune limitate deroghe ad essa nel contesto del Chapter 11 (sul tema, si veda A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, cit., p. 545 ss.).

⁽¹²⁷⁾ La regola della *par condicio creditorum* trova riconoscimento all'art. 2741, comma 1, c.c., ai sensi del quale «I creditori hanno eguale diritto di essere soddisfatti sui beni del debitore». Tale regola ha, tuttavia, subito nell'ordinamento italiano un lungo processo di erosione (si veda, per tutti, quanto scriveva oltre trent'anni fa P.G. JAEGER, *Par condicio creditorum*, in *Giur. comm.*, 1984, I, pp. 104 ss.). Le numerose eccezioni imposte dal legislatore a tale regola hanno, persino, condotto parte della dottrina a domandarsi se non si fosse, in realtà, invertito il rapporto ordinario tra regola ed eccezione e fosse, pertanto, necessario procedere ad un ripensamento complessivo del tema della responsabilità patrimoniale nell'ordinamento giuridico italiano (cfr. R. LENZI, *I patrimoni destinati: costituzione e dinamica dell'affare*, in *Riv. not.*, 2003, pp. 543 ss.).

Nell'ambito delle numerose eccezioni alla *par condicio creditorum*, quella forse più rilevante è rappresentata dal concordato preventivo e, adesso, dall'accordo di ristrutturazione con intermediari finanziari ex art. 182-*septies* l.f. Tali strumenti permettono di riconoscere ai creditori, anche in assenza di un loro consenso individuale, un trattamento meno vantaggioso rispetto a quello assicurato ad altri creditori aventi lo stesso grado di priorità concorsuale, purché essi ottengano un trattamento quantomeno pari alle «*alternative concretamente praticabili*» e nei limiti in cui essi possono accedere a tale tutela (cfr. art. 180, comma 4, l.f. in tema di opposizione all'omologazione della domanda di concordato preventivo).

⁽¹²⁸⁾ I principi della *absolute priority rule* e della *par condicio creditorum* appaiono, a livello europeo, recessivi nelle procedure concorsuali che non prevedono la liquidazione giudiziale. Tale tendenza è chiaramente visibile nell'ordinamento italiano dove la regola del rispetto della gerarchia concorsuale sembra assumere, nel contesto del concordato preventivo, carattere relativo (v. *supra* nt. 126) ed è suscettibile di deroga nei rapporti tra soci e creditori nel concordato preventivo con continuità diretta (art. 186-*bis* l.f.). L'abbandono della tradizionale rigidità appare ancora più chiaro nel caso della regola della *par condicio creditorum*, essendo ammesso che creditori aventi lo stesso grado di priorità ricevano, senza aver a ciò individualmente acconsentito, trattamenti diversi nell'ambito del concordato preventivo e dell'accordo di ristrutturazione dei debiti con intermediari finanziari.

infatti, l'operare del principio dell'assenza di pregiudizio (o dei corrispondenti principi vigenti nelle procedure concorsuali che non prevedono la liquidazione giudiziale del patrimonio del debitore, v. *supra* §6.1) assicura già un criterio "minimo" destinato a guidare la ripartizione del valore da trasferire ai creditori: l'attribuzione di un trattamento più favorevole ad uno o più creditori è possibile, ma trova un limite insuperabile nell'impossibilità di far sì che la conseguente imposizione di maggiori perdite a carico dei creditori non favoriti si traduca per essi in un trattamento peggiore rispetto all'alternativa della liquidazione concorsuale. La possibilità che deviazioni dall'ordine legittimo delle cause di prelazione e/o dalla *par condicio creditorum*, contenute nei limiti di quanto detto, offrano maggiore flessibilità nella definizione delle modalità di trasferimento del controllo ai creditori e, in questo modo, garantiscano una migliore conservazione del valore dell'impresa nell'interesse del sistema suggerisce, dunque, un allentamento di questi vincoli.

Ciò, nell'ambito della risoluzione, è stato realizzato con due diverse modalità: indirettamente, trasferendo alcuni crediti ad un soggetto giuridico diverso che assicuri loro un'integrale, o comunque maggiore, soddisfazione e lasciando che gli altri creditori concorrano sul patrimonio della banca sottoposta a liquidazione coatta amministrativa (ad esempio, tramite la cessione ad un soggetto terzo, la costituzione di un ente-ponte o la separazione di attività) ⁽¹²⁹⁾; direttamente, esentando in tutto o in parte alcune passività dalla riduzione o conversione ⁽¹³⁰⁾. Un approccio basato sulla

⁽¹²⁹⁾ In questi casi, l'autorità di risoluzione può, tuttavia, assicurare che la deviazione dal criterio della parità di trattamento ed, eventualmente, dal criterio della gerarchia concorsuale siano contenute attraverso l'utilizzo dello strumento del *bail-in*, al fine di ridurre il valore nominale delle passività trasferite (nel caso della cessione ad un soggetto terzo o ad un ente-ponte) o quelle rimaste nel patrimonio della banca sottoposta a risoluzione (nel caso della separazione di attività, con cessione alla *bad bank* di una componente patrimoniale avente valore negativo). Sul tema, si veda anche J.H. BINDER, *The position of creditors under the BRRD*, cit., pp. 13 ss. e, in specie, p. 15.

⁽¹³⁰⁾ Sul tema si ritornerà più ampiamente nel Capitolo III, tuttavia è utile per ora accennare al fatto che il legislatore europeo ha previsto un catalogo di passività che devono essere sempre sottratte all'applicazione del *bail-in* (esenzioni "generali", tra cui la principale è rappresentata dai depositi protetti; v. *infra* Cap. III, §3.2) e ha riconosciuto all'autorità di risoluzione il potere di escludere in tutto o in parte alcune passività dal *bail-in*, nei casi eccezionali in cui tale operazione avrebbe effetti negativi sulla stabilità del sistema finanziario o, comunque, condurrebbe a risultati inefficienti (esenzioni *ad hoc*, su cui *infra* Cap. III, §3.4). Inoltre, l'autorità di risoluzione ha il potere di prevedere che la conversione delle passività in azioni avvenga a tassi di cambio diversi, così da assicurare un trattamento più favorevole ai creditori cui si applica il tasso di conversione più elevato (v. *infra* Cap. III, §5.2). Ciò, in tutti i casi, fermo il rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio, eventualmente

rigida applicazione dei principi della gerarchia concorsuale e della parità di trattamento avrebbe potuto condurre a costi maggiori in termini di sistema sia in una prospettiva *ex ante*, per quanto riguarda l'attività di raccolta dei capitali da parte delle banche, sia in una prospettiva *ex post*, per quanto riguarda la gestione delle crisi bancarie tramite gli strumenti di risoluzione ⁽¹³¹⁾. Tuttavia, ragioni di equità e la necessità di garantire una certa prevedibilità degli effetti della risoluzione da parte degli investitori, impongono di escludere che tali deviazioni risultino (o appaiano) arbitrarie ⁽¹³²⁾.

In conclusione, diversamente dal principio dell'assenza di pregiudizio, i criteri della parità di trattamento e della gerarchia concorsuale non trovano, nell'ambito della risoluzione, tutela assoluta. Tali criteri si pongono, piuttosto, come canoni di esercizio della discrezionalità amministrativa dell'autorità di risoluzione nella definizione delle modalità del suo intervento.

7. Il presupposto oggettivo della risoluzione

La disciplina della risoluzione definisce, in maniera molto articolata, la situazione specifica in cui deve trovarsi una banca affinché l'autorità possa procedere ad un'azione di risoluzione nei confronti di essa. Tale presupposto oggettivo (c.d. *resolution trigger* o *point of non-viability*) rappresenta il punto di partenza del complesso e articolato percorso decisionale che, in presenza di una crisi bancaria, conduce all'apertura della risoluzione. Esso si articola in quattro diversi requisiti di cui uno è espresso positivamente (la banca deve trovarsi «*in dissesto o a rischio di dissesto*») e gli altri tre sono espressi in termini negativi e hanno la funzione di rendere la risoluzione una “soluzione di ultima istanza” (impossibilità di superare la crisi mediante “misure

anche tramite l'integrazione *ex post* del trattamento riconosciuto nell'ambito della risoluzione da parte del Fondo di risoluzione (v. *infra* §8.3).

⁽¹³¹⁾ In questo senso, si vedano anche i *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* pubblicati dall'FSB che argomentano in favore della necessità di assicurare flessibilità nell'allocazione delle perdite «*if necessary to contain the potential systemic impact of a firm's failure or to maximise the value for the benefit of all creditors as a whole*». Sul tema, si veda anche J.N. GORDON, W.G. RINGE, *Bank Resolution in the European Banking Union: A Transatlantic Perspective on What it Would Take*, cit., p. 10; S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, cit., p. 87.

⁽¹³²⁾ Ciò appare particolarmente importante in considerazione del fatto che, nell'ambito della risoluzione bancaria, non è possibile rimettere la distribuzione del *surplus* alla libera negoziazione tra debitore e creditori, in ragione delle esigenze di rapidità dell'intervento e degli interessi connessi con l'attività delle banche di cui si detto *supra* al §2.

alternative”, inidoneità di un *write down* ristorativo e inadeguatezza della procedura d’insolvenza ordinariamente applicabile a tutelare adeguatamente l’interesse pubblico) (133).

La previsione di un presupposto oggettivo della risoluzione così articolato si giustifica in relazione alla particolare delicatezza del tema in considerazione del rischio – ampiamente discusso nella fase di negoziazione della direttiva – che una non corretta individuazione del *trigger* generi meccanismi di c.d. *feedback* (134). Se, da un lato, tale rischio suggerirebbe di lasciare ampia discrezionalità all’autorità cui spetta l’accertamento di tali requisiti (così da non rendere anticipabile da parte del mercato il possibile verificarsi del presupposto oggettivo della risoluzione), dall’altro lato, identificare con chiarezza i presupposti che legittimano la risoluzione è necessario al fine di consentire ai creditori di quantificare i rischi ed internalizzarli tramite la corretta quantificazione dei tassi di interesse (v. *supra* §2) (135).

Al riguardo, la soluzione elaborata dal legislatore europeo pare un compromesso tra queste opposte esigenze. In particolare, vengono specificate le situazioni in cui una banca può essere sottoposta a risoluzione, ma al contempo è lasciato un margine di flessibilità significativo all’autorità cui è demandato

(133) Comunicazione della Commissione dell’ottobre 2010 intitolata *Un quadro dell’UE per la gestione delle crisi nel settore finanziario*, p. 8, citata *supra* alla nt. 137.

(134) Si tratta del rischio che l’anticipazione da parte del mercato della possibilità che si verifichi rispetto ad una banca il presupposto oggettivo della risoluzione condizioni la condotta degli operatori, con l’effetto di aumentare ulteriormente la possibilità che il presupposto oggettivo risulti integrato. In sostanza, il pericolo è quello che si inneschi un meccanismo autoalimentante (una sorta di *self-fulfilling prophecy*) per effetto del quale la progressione della crisi risulti accelerata e, dunque, più difficile per l’autorità da gestire. Volendo esemplificare, se il presupposto oggettivo della risoluzione fosse determinato in relazione alla perdita di patrimonio della banca e tale perdita fosse misurata, per le banche quotate sui mercati regolamentati, dalla capitalizzazione di borsa, una riduzione del prezzo delle azioni porterebbe il mercato a ritenere sempre più probabile la risoluzione e, anticipando i costi del salvataggio posti a carico degli azionisti (v. *supra* §4), a deprimere ulteriormente il prezzo di mercato delle azioni, innescando così una spirale che porterebbe rapidamente al verificarsi del presupposto oggettivo della risoluzione. Sul tema, si veda S. SUNDARESAN, Z. WANG, *On the Design of Contingent Capital with Market Trigger*, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n. 448, 2010 (aggiornato nel 2011), reperibile all’indirizzo www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr448.pdf; J. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible*, cit., p. 20; T. CONLON, J. COTTER, *Anatomy of a Bail-In*, cit., p. 263.

(135) In assenza di certezze circa il momento in cui la banca finanziata potrà, in caso di crisi, essere sottoposta a risoluzione i creditori finiranno per sottostimare il rischio, incentivando l’eccessiva assunzione di rischi da parte della banca, o sovrastimare tale rischio, chiedendo un tasso di interessi eccessivo e scoraggiando la banca dall’intraprendere iniziative aventi un valore attuale positivo per il sistema economico. Cfr. T. CONLON, J. COTTER, *Anatomy of a Bail-In*, cit., p. 261.

l'accertamento del presupposto oggettivo della risoluzione (che, come si vedrà, non è sempre la stessa in relazione ai quattro requisiti in cui si articola tale presupposto).

7.1. *Il requisito del dissesto o del rischio di dissesto*

Con riferimento al primo dei quattro requisiti, si richiede che la banca si trovi in dissesto o a rischio di dissesto (*failing or likely to fail*). La situazione di “dissesto” è integrata in presenza di almeno una delle quattro ipotesi che saranno descritte più avanti in questo paragrafo; il “rischio di dissesto” risulta integrato in presenza di elementi oggettivi che indicano che una o più di queste circostanze si realizzerà nel prossimo futuro ⁽¹³⁶⁾.

Prima di esaminare le quattro ipotesi cui si riferisce la situazione di dissesto o di rischio di dissesto, è opportuno anticipare che — malgrado l'indicazione terminologica — tali circostanze non riguardano soltanto una situazione di crisi finanziaria o patrimoniale della banca, ma possono ricorrere anche in presenza di gravi irregolarità amministrative o statutarie. Oltre a ciò, è prevista un'anticipazione del presupposto oggettivo della risoluzione (per quanto riguarda questo requisito) ad un momento anteriore a quello in cui l'ordinamento prevede che debbano scattare i meccanismi di ripristino della correlazione tra potere di controllo e rischio di impresa per le società non bancarie (v. *supra* Cap. I, §2.3). Ciò si giustifica con riferimento ad alcune specificità dell'attività bancaria che, come visto *supra* al §2, richiede tempi di reazione brevissimi e coinvolge interessi pubblici preminenti ⁽¹³⁷⁾.

⁽¹³⁶⁾ Nel Decreto BRR il requisito del “rischio di dissesto” è descritto, per rinvio, dall'art. 17, comma 2, lett. e) («*elementi oggettivi indicano che una o più delle situazioni indicate nelle lettere a), b), c) e d) si realizzeranno nel prossimo futuro*»). La scelta del legislatore italiano diverge da quanto previsto dal legislatore europeo a livello di tecnica normativa, ma non nella sostanza (cfr. art. 32, par. 4, BRRD).

⁽¹³⁷⁾ L'anticipazione del *trigger* rispetto alla presenza di una situazione di crisi attuale è espressamente ritenuta come auspicabile dal legislatore europeo, secondo il quale «*è opportuno che il quadro di risoluzione preveda un avvio tempestivo della procedura, prima che l'ente finanziario sia insolvente a termini di bilancio e che l'intero capitale sia esaurito*» (considerando n. 41 della direttiva BRR). Nello stesso senso, si veda anche la comunicazione pubblicata dalla Commissione europea dell'ottobre 2010 intitolata *Un quadro dell'UE per la gestione delle crisi nel settore finanziario*, reperibile all'indirizzo <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52010DC0579>, secondo cui «*Ritardare l'intervento fino a che una banca abbia raggiunto tale situazione critica significa limitare con ogni probabilità la scelta di opzioni efficaci per la risoluzione o far lievitare l'importo dei fondi da impegnare a sostegno dell'opzione scelta*» (p. 8).

L'anticipazione del presupposto oggettivo delle procedure concorsuali bancarie rispetto al momento della perdita dell'intero patrimonio della banca, o di una parte significativa dello stesso, è scelta comune a molti ordinamenti. Tra questi è possibile menzionare l'ordinamento statunitense che

L'accertamento del requisito del dissesto o del rischio di dissesto compete, di regola, all'autorità di vigilanza ⁽¹³⁸⁾. Tale accertamento avviene nell'esercizio delle funzioni di vigilanza prudenziale che competono alle autorità di vigilanza ai sensi della disciplina prevista dal “pacchetto CRR/CRD IV” (v. *supra* §4). Tuttavia, è previsto un espresso obbligo di informare l'autorità di vigilanza a carico dell'organo di amministrazione della banca, ove questo reputi sussistere lo stato di dissesto o di rischio di dissesto ⁽¹³⁹⁾. A tale competenza, si aggiunge quella dell'autorità di risoluzione (a seconda dei casi, *Single Resolution Board* o Banca d'Italia), che può autonomamente accertare lo stato di dissesto o di rischio di dissesto ⁽¹⁴⁰⁾.

prevede un'ampia discrezionalità dell'autorità nell'accertamento della sussistenza dei presupposti per la sottoposizione di una banca a *receivership*, presupposti che possono essere integrati anche quando la banca non ha ancora subito perdite ma si presume che le subirà in futuro (*«likely to incur losses that will deplete all or substantially all of its capitab»*) e persino quando si trovi in una situazione ritenuta genericamente non sufficiente sicura e stabile per proseguire l'attività (*«an unsafe or unsound condition to transact business»*). Così, in base al Titolo 12 dello United State Code, §1821(c)(5)(C) e §1821(c)(5)(G).

A ben vedere, l'anticipazione del presupposto oggettivo delle procedure di gestione delle crisi bancarie non è nuova nemmeno al nostro ordinamento. Già prima del d.lgs. 15 novembre 2015, n. 181, che ha modificato il TUB al fine di recepire le disposizioni della BRRD, l'art. 80, comma 1, del TUB individuava infatti il presupposto della liquidazione coatta amministrativa non solo nel caso di perdite del patrimonio di *«eccezionale gravità»* (che, comunque, possono ricorrere anche quando il patrimonio netto della banca e, dunque, l'investimento dei soci non è integralmente perduto), ma anche nel caso di una *«violazione di disposizioni legislative, amministrative o statutarie [...] di eccezionale gravità»*.

⁽¹³⁸⁾ Sebbene la competenza per le banche meno “significative” spetti alle rispettive autorità nazionali (v. *supra* §4), si ritiene che la BCE sia competente per l'accertamento del presupposto del dissesto o del rischio di dissesto con riferimento a tutte le banche in ragione della previsione dell'art. 18, par. 1, Regolamento SRM e del potere ad essa spettante di revocare l'autorizzazione all'attività bancaria anche per le banche meno “significative” (art. 4, par. 1, lett. b, e art. 14, Reg. 2013/1024/UE), in considerazione del fatto che la revoca dell'autorizzazione integra sempre una situazione di dissesto o di rischio di dissesto (v. *infra*).

⁽¹³⁹⁾ Art. 19, comma 1, Decreto BRR, che recepisce l'art. 81, par. 1, BRRD.

⁽¹⁴⁰⁾ La competenza del *Single Resolution Board* è stata prevista dall'art. 18, par. 1, secondo periodo, Regolamento SRM; nel caso in cui eserciti tale competenza, il *Single Resolution Board* è tenuto a informare previamente la BCE e a concedere ad essa tre giorni per effettuare la propria valutazione in merito alla sussistenza del requisito del dissesto o del rischio di dissesto. La competenza della Banca d'Italia per le banche meno “significative” è stata prevista dal legislatore italiano all'art. 19, comma 2, del Decreto BRR, esercitando così l'opzione prevista dall'art. 32, par. 2, della direttiva BRR. La previsione di un'opzione da esercitare in sede di recepimento ha rappresentato una soluzione di compromesso tra la volontà della BCE di ottenere competenza esclusiva in materia, escludendo la competenza dell'autorità di risoluzione, inizialmente prevista (insieme alla competenza dell'autorità di vigilanza) dalla bozza di direttiva BRR (cfr. Modifica n. 9, Opinione del 29 novembre 2012 sulla proposta di direttiva BRR, CON/2012/99, reperibile all'indirizzo www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/c_03920130212it00010024.pdf).

Al fine di promuovere la convergenza nell'interpretazione delle circostanze che integrano il dissesto o il rischio di dissesto di una banca tra le autorità di vigilanza e di risoluzione, nazionali ed europee, cui è demandato – come detto – tale accertamento, l'EBA ha pubblicato delle linee-guida in cui sono specificate le ipotesi previste dalla direttiva BRR ⁽¹⁴¹⁾. Dal combinato tra il dato normativo e il contenuto di tali linee-guida, sembrano potersi identificare le seguenti circostanze come integranti una situazione di dissesto o di rischio di dissesto ⁽¹⁴²⁾.

A) Squilibrio patrimoniale. Tale circostanza si riferisce alle ipotesi in cui la banca si venga a trovare (o vi siano elementi oggettivi tali da far ritenere che nel prossimo futuro si verrà a trovare) in una situazione in cui il rapporto tra attivo e passivo non garantisca la solidità patrimoniale della banca. Le ipotesi previste dalla normativa di recepimento che, in ragione dell'affinità sostanziale, sono qui ricondotte alla circostanza dello squilibrio patrimoniale sono due: la perdita di un «importo significativo» o «dell'intero patrimonio» della banca per effetto di «perdite patrimoniali di eccezionale gravità» e la presenza di «attività [...] inferiori alle passività» ⁽¹⁴³⁾. Si tratta, infatti, dello stesso fenomeno con gradazioni diverse, che vanno dalla mera insufficienza dei fondi propri computabili nel patrimonio di vigilanza, pur in presenza di un patrimonio netto positivo ⁽¹⁴⁴⁾, sino all'incapienza patrimoniale della banca.

⁽¹⁴¹⁾ È la stessa direttiva BRR (art. 32, par. 6) a demandare all'EBA l'elaborazione di «orientamenti [...] per promuovere la convergenza delle prassi di vigilanza e di risoluzione in materia di interpretazione delle diverse situazioni nelle quali un ente è considerato in dissesto o a rischio di dissesto». A tal fine, l'EBA ha pubblicato in data 6 agosto 2015 le *Guidelines on the interpretation of the different circumstances when an institution shall be considered as failing or likely to fail under Article 32(6) of Directive 2014/59/EU*, EBA/GL/2015/07, reperibili all'indirizzo www.eba.europa.eu/documents/10180/1085517/EBA-GL-2015-07+GL+on+failing+or+likely+to+fail.pdf.

Le linee-guida elaborate dall'EBA non hanno carattere vincolante, contenendo – per espressa ammissione delle stesse (p. 4, n. 7) – una lista di ipotesi non esaustiva, che non determinano, in caso di accertamento, alcun automatismo rispetto alla sussistenza di una situazione di dissesto o di rischio di dissesto. Ad ogni modo, l'art. 16, par. 3, del regolamento (UE) n. 1093/2010, che ha istituito l'EBA, poi modificato con regolamento (UE) n. 1022/2013, ha previsto che le autorità competenti, le autorità di risoluzione e gli enti finanziari compiono ogni sforzo per conformarsi agli orientamenti. Pertanto, ci si aspetta che le autorità competenti per l'accertamento di tale requisito si adeguino, di regola, al contenuto delle linee-guida pubblicate dall'EBA (p. 3, n. 2; p. 6, n. 15).

⁽¹⁴²⁾ L'ordine seguito nel testo non corrisponde a quello previsto dal legislatore italiano, che seguendo quanto fatto dal legislatore europeo ha anteposto l'ipotesi a carattere residuale (art. 17, comma 2, lett. a, Decreto BRR) rispetto alle ipotesi di dissesto aventi carattere specifico (art. 17, comma 2, lett. b, c, d e f).

⁽¹⁴³⁾ Art. 17, comma 2, lett. b) e c) del Decreto BRR.

⁽¹⁴⁴⁾ Si noti che il patrimonio netto contabile è soltanto una frazione del patrimonio di vigilanza, all'interno del quale sono computabili anche strumenti che – dal punto di vista del diritto

La valutazione dell'autorità in merito alla sussistenza attuale di uno squilibrio patrimoniale integrante il requisito del dissesto non pone particolari problemi: nel caso dell'incapienza, si tratta di valutare la consistenza patrimoniale della banca per determinare se le passività superano il valore dell'attivo patrimoniale ⁽¹⁴⁵⁾; nel caso dell'insufficienza dei fondi propri computabili nel patrimonio di vigilanza, è necessario identificare i requisiti cui è soggetta una banca in termini di patrimonio di vigilanza e verificare se i fondi propri residui sono sufficienti al fine di garantire il rispetto di tali requisiti sia per quanto riguarda l'entità complessiva del patrimonio di vigilanza, sia per quanto riguarda la sua composizione ⁽¹⁴⁶⁾.

Più delicata è, invece, la valutazione di una situazione di pericolo di squilibrio patrimoniale di una banca, integrante la circostanza del rischio di dissesto. A tal fine, tra gli elementi oggettivi che l'autorità di risoluzione deve valutare (anche con l'ausilio dei risultati della valutazione di un esperto indipendente, v. *infra* §§8.1 e 8.2) rientrano indicatori economici riferiti alla banca (ad esempio, composizione dei fondi propri, eventuale incremento del costo sostenuto per la banca per accedere al credito, ingenti passività non preventivate), ma anche relativi alla congiuntura macroeconomica ⁽¹⁴⁷⁾.

comune – hanno natura di strumenti di debito (si tratta, sostanzialmente, degli strumenti computabili nel CET1 aggiuntivo e nel CET2).

⁽¹⁴⁵⁾ Come giustamente rilevato da S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, cit., pp. 93 ss., la valutazione circa l'incapienza di una banca, che si pone sul piano patrimoniale, implica sempre, in una qualche misura, una valutazione anche finanziaria circa la solvibilità della banca. Infatti, una valutazione circa l'esistenza di liquidità sufficiente a consentire alla banca di adempiere alle proprie obbligazioni in occasione delle relative scadenze per un periodo adeguato (che l'autore quantifica in non più di sei mesi) è necessaria – a prescindere da una situazione di squilibrio finanziario che, di per sé, integra il presupposto del dissesto o del rischio di dissesto (v. *infra* nel testo) – al fine di determinare se la stima del valore delle attività della banca debba essere fatta in continuità (*going concern*) o a valori di liquidazione (*gone concern*). L'alternativa non è di poco rilievo pratico considerato che, nel caso delle banche, il *surplus* di valore derivante dalla continuazione dell'attività rispetto ad uno scenario liquidatorio può essere significativo (v. *supra* nt. 16).

⁽¹⁴⁶⁾ La stima del valore dell'attivo di una banca – ai fini della valutazione dell'autorità circa il rispetto dei requisiti in materia di patrimonio di vigilanza richiesti per il mantenimento dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria – è fatta chiaramente a valori di *going concern* (essa, tuttavia, si riferisce solo a quelle attività che sono rilevanti per la determinazione delle attività ponderate per il rischio in base alla Circolare Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013, così come modificata ai fini dell'adeguamento al “pacchetto CRR/CRD IV”, su cui v. *supra* §4).

Nel caso in cui la banca disponga di un ammontare di fondi propri sufficiente, ma la loro composizione risulti inadeguata, sussisteranno i presupposti per ricorrere ad un *write down* ristorativo (v. *infra* Cap. III, §5.4).

⁽¹⁴⁷⁾ Sul tema, si vedano più ampiamente le *Guidelines on failing or likely to fail* (pp. 7 ss.) pubblicate dall'EBA.

B) *Squilibrio finanziario*. Si tratta del caso in cui la banca si venga a trovare (o vi siano elementi oggettivi per ritenere che nel prossimo futuro si troverà) in una situazione di significativa carenza di liquidità. A tal fine, rileva sia (ovviamente) lo stato di insolvenza ⁽¹⁴⁸⁾, sia la violazione dei requisiti di liquidità richiesti per il mantenimento dell'autorizzazione bancaria ⁽¹⁴⁹⁾, anche quando la relativa carenza di liquidità non si traduca nell'impossibilità per la banca di pagare i debiti alla scadenza prevista ⁽¹⁵⁰⁾.

Come per lo squilibrio patrimoniale, anche in questo caso l'aspetto più delicato è rappresentato dall'identificazione degli elementi oggettivi idonei a consentire all'autorità di concludere che la banca è esposta ad un rischio sufficientemente alto di trovarsi nel prossimo futuro in una situazione di squilibrio finanziario ⁽¹⁵¹⁾. Tra gli elementi che devono essere considerati a tale scopo rientrano, ad esempio, un aumento stabile del costo del credito rispetto alla generalità delle altre banche ⁽¹⁵²⁾, la previsione di esborsi finanziari di eccezionale rilevanza o la presenza di circostanze idonee a pregiudicare seriamente la reputazione della banca (ad esempio, un abbassamento del *rating* assegnato alla banca) ⁽¹⁵³⁾. Anche in questo caso, la

⁽¹⁴⁸⁾ Art. 17, comma 2, lett. d), Decreto BRR, che recepisce l'art. 32, par. 4, lett. c), BRRD.

⁽¹⁴⁹⁾ Il Regolamento n. 575/2013 prevede un requisito di copertura della liquidità (art. 412), regolato transitoriamente in modo tale da entrare a pieno regime il 1° gennaio 2018 (art. 460, par. 2), e un requisito in materia di finanziamento stabile (art. 413).

⁽¹⁵⁰⁾ La violazione dei requisiti di liquidità richiesti per il mantenimento dell'autorizzazione bancaria è riconducibile, a fini descrittivi, nell'ipotesi di squilibrio finanziario, sebbene sia stata disciplinata dalla direttiva BRR e dal Decreto BRR nell'ambito dell'ampia ipotesi di dissesto rappresentata dalla perdita dei requisiti per il mantenimento dell'autorizzazione (art. 32, par. 4, lett. a, BRRD; art. 17, comma 2, lett. a, Decreto BRR), della quale si dirà per ultima alla luce del suo carattere di clausola di chiusura (v. *infra* nel testo).

⁽¹⁵¹⁾ La questione è resa ancor più delicata dal fatto che le metodologie per la valutazione della resistenza delle banche a situazioni di tensione finanziaria (*liquidity stress test*) sono eterogenee e non particolarmente sviluppate. Sul tema, è significativo quanto affermato dal Comitato di Basilea all'esito di uno studio empirico sulle metodologie utilizzate per la valutazione della solidità finanziaria delle banche: «*Improved methodologies to measure liquidity risk are needed. From a methodological perspective, banks as well as vendor models appear to have made relatively little progress so far. They still apply "old" approaches (cash flow maturity mismatch, liquidity stock, balance sheet maturity mismatch approach)*» (cfr. *Liquidity stress testing: a survey of theory, empirics and current industry and supervisory practices*, Working Paper No. 24, ottobre 2013, p. 36, reperibile all'indirizzo www.bis.org/publ/bcbs_wp24.pdf).

⁽¹⁵²⁾ In merito a questo elemento, si noti come la scelta di includerlo tra quelli rilevanti ai fini della valutazione del rischio di squilibrio finanziario sia alquanto infelice poiché rischia di generare un meccanismo di *feedback*, come descritto *supra* alla nt. 134.

⁽¹⁵³⁾ Al riguardo, si rinvia alle *Guidelines on failing or likely to fail* (pp. 9 ss.) dell'EBA, anche con riferimento ad ulteriori elementi oggettivi che consentono di inferire l'esistenza di un rischio rilevante di squilibrio finanziario.

valutazione del rischio di squilibrio finanziario deve essere fatta dall'autorità anche alla luce del contesto macroeconomico in cui opera la banca ⁽¹⁵⁴⁾.

In relazione alla valutazione circa lo squilibrio finanziario (attuale o atteso nel prossimo futuro), un elemento di particolare complessità è dato dai depositi bancari, il cui rimborso è dovuto dalla banca a semplice richiesta da parte dei depositanti. Come già segnalato (v. *supra* §2), nessuna banca al mondo, nemmeno la più solida, sarebbe in grado di rimborsare immediatamente tutti i depositi ad essa affidati. Pertanto, se ai fini della valutazione circa lo squilibrio finanziario, tutti i depositi fossero considerati come immediatamente dovuti, qualsiasi banca si troverebbe in stato di dissesto. Ovviamente, la locuzione «*non è in grado di pagare i propri debiti alla scadenza*» (art. 17, comma 2, lett. *d*, Decreto BRR) non può quindi essere interpretata nel senso che, affinché la banca non sia insolvente, i depositi – non essendo sottoposti ad un termine per il rimborso posto in favore della banca – debbano poter essere tutti rimborsati immediatamente. Sembra invece corretto ritenere che, ai fini della valutazione circa lo squilibrio finanziario di una banca, si considerino i depositi per i quali è stata fatta richiesta di rimborso alla data della valutazione e quelli per i quali si prevede verrà fatta tale domanda alla luce della situazione specifica in cui si trova la banca e del generale quadro macroeconomico ⁽¹⁵⁵⁾.

C) *Necessità di un intervento di sostegno finanziario pubblico straordinario*. Una banca può essere sottoposta a risoluzione quando si trova in una situazione tale per cui, affinché possa proseguire la sua attività, necessita di un supporto finanziario pubblico ⁽¹⁵⁶⁾.

Ciò risulta coerente con la scelta di fondo alla base di diritto europeo delle crisi bancarie, secondo cui la copertura delle perdite a spese dei contribuenti deve rappresentare un'*extrema ratio* (v. *supra* §5), cui poter ricorrere soltanto dopo che coloro che hanno investito nella banca in crisi e gli altri titolari di pretese abbiano contribuito a sostenere i costi della crisi (c.d. requisito del *burden sharing*, cui si è già accennato *supra* al §6.1 e di cui si dirà *infra* al Cap. III, §6). La compartecipazione degli azionisti e dei creditori ai costi della crisi, per poter essere realizzata senza interferire con la stabilità del sistema finanziario (e, dunque, senza porre rischi di contagio in

⁽¹⁵⁴⁾ Così EBA, *Guidelines on failing or likely to fail*, p. 16, n. 25.

⁽¹⁵⁵⁾ Sul tema, in senso analogo, anche S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, cit., pp. 95 ss.

⁽¹⁵⁶⁾ Art. 17, comma 2, lett. *f*), Decreto BRR, che recepisce l'art. 32, par. 4, lett. *d*), BRRD.

grado di ingenerare costi ben più ingenti di quelli di un *bail-out*, v. *supra* §2), richiede che si possa utilizzare il potere di *write down* (v. *supra* §5.3) e/o porre in essere un'azione di risoluzione.

Tuttavia, il legislatore ha correttamente previsto alcune ipotesi in cui sia possibile concedere ad una banca supporto finanziario pubblico senza, con ciò, integrare il presupposto del dissesto o del rischio di dissesto ⁽¹⁵⁷⁾. Più precisamente, la generale equiparazione tra necessità di un intervento di sostegno finanziario pubblico straordinario e la situazione di dissesto della banca subisce una serie di eccezioni, tutte accomunate dalla compatibilità tra l'intervento pubblico e la normativa in materia di aiuti di stato ⁽¹⁵⁸⁾, dalla natura cautelativa e temporanea dell'intervento, dalla proporzionalità rispetto all'esigenza di evitare un turbamento dell'economia, e dall'utilizzo del contributo con finalità diverse da quelle di copertura delle perdite attuali o attese ⁽¹⁵⁹⁾. In presenza di questi presupposti, l'intervento può assumere le seguenti forme:

(i) la concessione di una garanzia pubblica a sostegno di interventi di liquidità da parte della banca centrale, alle condizioni da essa applicate ⁽¹⁶⁰⁾;

⁽¹⁵⁷⁾ L'art. 17, comma 2, lett. f) esclude che ricorra un'ipotesi di dissesto o di rischio di dissesto nei casi previsti dall'art. 18 Decreto BRR.

⁽¹⁵⁸⁾ La Comunicazione sul settore bancario predisposta nel 2013 dalla Commissione europea (sulla quale, più ampiamente, *infra* al Cap. III, §6) prevede che requisito del *burden sharing* possa non applicarsi quanto l'imposizione di perdite a carico degli azionisti e dei creditori subordinati della banca «*metterebbe in pericolo la stabilità finanziaria*» (par. 45 della Comunicazione). Sul tema, si veda anche P. PRZEWOSKA, *Should "precautionary recapitalisations" make taxpayers nervous?*, in *FinanceWatchPolicyBrief*, ottobre 2014, p. 8, testo e nt. 19, reperibile all'indirizzo www.finance-watch.org/xscheck.php?filename=ifile/Publications/Reports/Finance-Watch-Policy-Brief-October-2014.pdf, che sembra evidenziare il pericolo – condivisibile – di contrasti derivanti dal fatto che la valutazione in merito alla sussistenza di un pericolo per la stabilità del sistema finanziario è effettuata da due autorità diverse in merito alla medesima vicenda: rispettivamente, dall'autorità di risoluzione ai fini della valutazione della sussistenza di tale presupposto necessario per procedere al sostegno pubblico di banche solvibili non sottoposte a risoluzione (art. 32, par. 4, lett. d, BRRD e art. 18, par. 4, lett. d, Reg. SRM); dalla Commissione europea ai fini della valutazione del medesimo presupposto legittimante la concessione di aiuti di stato in assenza di *burden sharing* (Comunicazione sul settore bancario, par. 45).

⁽¹⁵⁹⁾ Art. 18, comma 1, lett. b, che recepisce l'art. 32, par. 4, secondo capoverso, BRRD; cfr. anche art. 18 Reg. SRM.

⁽¹⁶⁰⁾ Ad esempio, la concessione di *emergency liquidity assistance* (c.d. ELA) da parte della Banca Centrale Europea, come chiarito dalla stessa direttiva BRR che prevede che «*la mera circostanza che l'ente necessita dell'assistenza di liquidità di emergenza fornita da una banca centrale non dovrebbe costituire di per sé una prova sufficiente del fatto che esso non è, o in un prossimo futuro non sarà, in grado di pagare le proprie obbligazioni in scadenza*» (considerando n. 41).

(ii) la concessione di una garanzia pubblica a supporto di passività di nuova emissione;

(iii) la sottoscrizione da parte dello stato di azioni di nuova emissione o altri fondi propri ⁽¹⁶¹⁾ o l'acquisto di strumenti di capitale a condizioni che non conferiscono alcun vantaggio alla banca ⁽¹⁶²⁾, quando la banca non si trovi in nessuna delle altre ipotesi integranti il requisito del dissesto o del rischio di dissesto (squilibrio patrimoniale, squilibrio finanziario, presenza dei presupposti per la revoca dell'autorizzazione per l'esercizio dell'attività bancaria su cui *infra*) ⁽¹⁶³⁾.

⁽¹⁶¹⁾ In tale ipotesi sarebbe probabilmente potuta rientrare oggi la sottoscrizione da parte dello Stato italiano dei c.d. Monti Bonds previsti dall'art. 23-*sexies* del d.l. 6 luglio 2012, n. 95, convertito in l. 7 agosto 2012, n. 135.

⁽¹⁶²⁾ Con riferimento all'ipotesi della ricapitalizzazione temporanea (art. 18, comma 1, lett. a, n. iii, Decreto BRR, che recepisce l'art. 32, par. 4, lett. d, n. iii, BRRD; art. 18, par. 4, lett. d, n. iii, Reg. SRM), la normativa europea impone che essa avvenga a condizioni di mercato (*«prezzi e condizioni che non conferiscono un vantaggio all'ente»*), coerentemente con la natura non di copertura delle perdite che è previsto debba caratterizzare tale tipo di intervento. Ciò, appare in potenziale contrasto con la previsione successiva secondo cui le misure di temporanea ricapitalizzazione *«sono limitate alle iniezioni necessarie per far fronte alle carenze di capitale stabilite nelle prove di stress a livello nazionale, unionale o di Stati membri, nelle verifiche della qualità delle attività o in esercizi analoghi condotti dalla Banca centrale europea, dall'ABE o da autorità nazionali»*. Infatti, tali “carenze di capitale” potrebbero ben dipendere da perdite “storiche” che, come detto, non possono essere coperte mediante un intervento pubblico al di fuori della *resolution*. Le *Guidelines* adottate in materia dall'EBA non offrono indicazioni particolarmente utili al fine di ricomporre tale apparente contrasto, limitandosi a richiedere che *«when a capital shortfall is identified, competent authorities should request institutions to address this shortfall by private means»* (Paragrafo 14 delle *Guidelines on the types of tests, reviews or exercises that may lead to support measures under Article 32(4)(d)(iii) of the Bank Recovery and Resolution Directive*, EBA/GL/2014/09, del 22 settembre 2014).

In via interpretativa, sembra doversi ritenere che gli interventi di ricapitalizzazione temporanea non possano essere realizzati a copertura di perdite “storiche” che la banca *«ha accusato o rischia di accusare nel prossimo futuro»*, ma soltanto in via precauzionale al fine di far fronte alle carenze di capitale evidenziate da *stress test* compiuti con riferimento a scenari avversi ove la banca non sia in grado di reperire tali risorse sul mercato (come, invece, dovrebbe normalmente poter accadere in queste ipotesi). Così, P. PRZEWOSKA, *Should “precautionary recapitalisations” make taxpayers nervous?*, cit., pp. 5 ss., e A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del Meccanismo di Risoluzione Unico*, cit., cui si rinvia per un'analisi più approfondita del tema.

⁽¹⁶³⁾ L'art. 18, comma 1, lett. a, n. iii, del Decreto BRR, oltre a prevedere che la banca non debba trovarsi in una delle ipotesi integranti il dissesto o il rischio di dissesto, aggiunge che non devono ricorrere le condizioni legittimanti l'applicazione del potere di riduzione o conversione degli strumenti di capitale (v. *infra* Cap. III, §2). Tale ulteriore requisito risulta tuttavia, a ben vedere, privo di portata precettiva. Infatti, come vedremo meglio, il potere di riduzione o conversione degli strumenti di capitale può essere esercitato dall'autorità di risoluzione indipendentemente o in combinazione con un'azione di risoluzione (artt. 27, comma 1, Decreto BRR). Nel primo caso, la riduzione o conversione può avvenire solo se la banca si trova in una situazione di dissesto o rischio di dissesto (art. 20, comma 1, lett. a). Nel secondo caso, l'esercizio del potere di riduzione o conversione presuppone che ricorrano tutti i requisiti per la risoluzione tra cui, ovviamente, rientra anche il dissesto o il rischio di dissesto previsto dall'art. 17, comma 1, lett. a) del Decreto BRR.

La necessità di un intervento di sostegno finanziario pubblico straordinario – quale autonoma ipotesi di dissesto – è verosimile che trovi, da un punto di vista pratico, scarsa applicazione. Da un lato, quando si rende necessario un intervento pubblico, dovrebbero quasi sempre essere integrate le altre ipotesi di dissesto o rischio di dissesto descritte dalla legge (squilibrio patrimoniale o finanziario, mancanza dei requisiti per il mantenimento dell'autorizzazione) ⁽¹⁶⁴⁾. Dall'altro lato, quando tali ipotesi non ricorrano, l'intervento pubblico può ricadere (e c'è da attendersi che verrà fatto ricadere) all'interno di una delle eccezioni previste, così da evitare che si verifichi il presupposto del dissesto o del rischio di dissesto.

A questa ipotesi di dissesto o di rischio di dissesto deve, piuttosto, attribuirsi il diverso significato di segnalare in misura chiara l'impossibilità, nel contesto nuovo quadro normativo, di continuare a fare affidamento sul sostegno pubblico senza prima imporre i costi della crisi ad azionisti, altri investitori e creditori e, al contempo, di autorizzare un intervento pubblico alle condizioni e nei limiti previsti senza, con ciò, richiedere che vi sia una condivisione degli oneri (*burden sharing*).

D) *Presenza dei presupposti per la revoca dell'autorizzazione per l'esercizio dell'attività bancaria.* In ultimo, il dissesto o il rischio di dissesto può essere integrato dalla mancanza dei presupposti per il mantenimento dell'autorizzazione per l'esercizio dell'attività bancaria o dalla presenza di elementi oggettivi che inducano a ritenere che tali elementi, nel prossimo futuro, verranno a mancare. La ragione per cui questa ipotesi viene esaminata per ultima, malgrado sia la prima ad essere stata elencata dal legislatore europeo e nazionale (art. 32 direttiva BRR e art. 17 Decreto BRR), è duplice: da un lato, l'ipotesi in questione include al suo interno circostanze riconducibili alle ipotesi specifiche di dissesto o di rischio di dissesto di cui si è detto sopra (si pensi alla inadeguatezza dei fondi propri o al mancato rispetto dei requisiti in tema di liquidità); dall'altro, si tratta dell'ipotesi di dissesto o rischio di dissesto

⁽¹⁶⁴⁾ L'esistenza di qualche sovrapposizione tra le ipotesi che integrano il requisito del dissesto o del rischio di dissesto sembra finalizzata ad assicurare all'autorità di risoluzione un ampio spazio di intervento, evitando il rischio di lasciare al di fuori dell'area della risoluzione casi per i quali essa rappresenta il rimedio più appropriato (sul punto, si confronti quanto scritto dalla Commissione nella sua comunicazione intitolata *Un quadro dell'UE per la gestione delle crisi nel settore finanziario*, p. 8, citata *supra* alla nt. 137).

avente la portata più ampia, tanto da conferirle una natura sostanzialmente residuale, in funzione di chiusura del sistema ⁽¹⁶⁵⁾.

Più precisamente, all'interno di questa ipotesi, oltre alle circostanze già elencate con riferimento alle ipotesi di squilibrio patrimoniale e finanziario, rientrano una serie nutrita di violazioni o irregolarità a livello di *governance* della banca (ad esempio, inadeguatezza nella gestione dei rischi, mancata certificazione dei bilanci, prolungata situazione di stallo degli organi sociali) o nello svolgimento delle attività regolamentate (ad esempio, incapacità dell'ente di effettuare o ricevere pagamenti a causa di prolungati vincoli operativi) ⁽¹⁶⁶⁾. In sostanza, rinviando ad una disciplina ricca di requisiti come quella relativa all'autorizzazione all'esercizio dell'autorità bancaria, il legislatore ha inteso riconoscere ampi spazi di manovra all'autorità cui spetta l'accertamento del presupposto del dissesto o del rischio di dissesto (v. *supra*) e, dunque, limitare il rischio che si verifichino casi di banche in difficoltà nei cui confronti non è tuttavia possibile procedere alla risoluzione per difetto del presupposto oggettivo.

Proprio l'ampiezza di questa ipotesi di dissesto o di rischio di dissesto potrebbe, a prima vista, destare qualche perplessità, soprattutto in merito al rispetto dei fondamentali diritti degli azionisti e dei creditori, che potrebbero risultare (e spesso risultano) pesantemente compromessi per effetto della sottoposizione della banca a risoluzione. In particolare, l'identificazione del presupposto oggettivo della risoluzione in presenza di circostanze che non risultino necessariamente espressione di una situazione di squilibrio finanziario e/o patrimoniale potrebbe apparire priva di giustificazione alla luce di quanto rilevato in merito all'allocatione del controllo e del valore nelle società di capitali (v. *supra* Cap. I, §1). Tuttavia, occorre considerare che – come anticipato in apertura di questo paragrafo – il presupposto oggettivo della risoluzione non si compone soltanto della situazione di dissesto o di rischio di dissesto, ma richiede che, oltre all'impraticabilità di un *write down* ristorativo (che

⁽¹⁶⁵⁾ La funzione di chiusura del sistema svolta dall'ipotesi di dissesto o di rischio di dissesto integrata dal difetto dei presupposti per la revoca dell'autorizzazione per l'esercizio dell'attività bancaria, è riconosciuta anche da S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, cit., pp. 92 ss.

⁽¹⁶⁶⁾ Per un'analisi più approfondita delle circostanze che integrano il dissesto o il rischio di dissesto in quanto legittimanti la revoca dell'autorizzazione bancaria si rinvia alle linee-guida pubblicate dall'EBA (*Guidelines on the interpretation of the different circumstances when an institution shall be considered as failing or likely to fail under Article 32(6) of Directive 2014/59/EU*, EBA/GL/2015/07, pp. 10 ss.).

comunque comprime i diritti degli azionisti e dei titolari di fondi propri), sussistano altri due requisiti riguardanti il contesto concreto in cui si inserisce la crisi bancaria (ossia, l'impraticabilità di soluzioni di mercato e altre misure alternative rientranti nell'area della vigilanza e la presenza di un interesse pubblico). Tali requisiti saranno oggetto dei prossimi due paragrafi, ma è opportuno sin d'ora segnalare che essi assicurano che la risoluzione rappresenti una soluzione di ultima istanza, percorribile solo ove essa si configuri come l'unica strada in grado di salvaguardare la stabilità del sistema finanziario. Nei limitati casi in cui ciò accade, il ricorso alla risoluzione e il conseguente sacrificio dei diritti degli azionisti e creditori (nel rispetto, comunque, del principio dell'assenza di pregiudizio, v. *supra* §6.1) appare giustificato anche se la banca non si trova in stato di squilibrio finanziario o patrimoniale in considerazione dei preminenti interessi generali sottesi all'ordinata risoluzione delle crisi bancarie (v. *supra* §2).

7.2. *La non praticabilità di soluzioni alternative*

Al fine di assicurare che la sottoposizione a risoluzione di una banca crisi rappresenti un rimedio di ultima istanza, si è osservato come il presupposto oggettivo della risoluzione includa, oltre al requisito dello stato di dissesto o di rischio di dissesto della banca, tre requisiti ulteriori.

Il primo tra questi – in base alla sequenza secondo cui l'autorità di risoluzione è chiamata ad accertarne la sussistenza ⁽¹⁶⁷⁾ – è integrato dall'assenza di alternative alla risoluzione o alla liquidazione coatta amministrativa ragionevolmente idonee a consentire il superamento della crisi, in tempi adeguati, da parte della banca in dissesto o a rischio di dissesto ⁽¹⁶⁸⁾. La formulazione di tale requisito appare particolarmente ampia. Infatti, la natura di tali «*misure alternative*» non è stata puntualmente definita dal legislatore, che si è limitato a prevedere, a titolo esemplificativo, una serie di ipotesi le quali – rientrando sicuramente nella nozione di «*misure alternative*» – impediscono la risoluzione o la liquidazione concorsuale della banca in crisi, ove praticabili e idonee

⁽¹⁶⁷⁾ L'accertamento del requisito relativo alla non praticabilità di misure alternative alla risoluzione compete alla Banca d'Italia in qualità di autorità di risoluzione o al *Single Resolution Board* (si veda l'art. 32, par. 1, BRRD, recepito in maniera meno chiara sul punto dall'art. 19, comma 3, Decreto BRR, e l'art. 18, par. 1, lett. *b*), Regolamento SRM).

⁽¹⁶⁸⁾ Art. 17, comma 1, lett. *b*), che recepisce l'art. 32, par. 1, lett. *b*) della BRRD.

(individualmente o anche in combinazione tra loro) a rimuovere lo stato di dissesto o di rischio di dissesto. In particolare, le misure alternative espressamente menzionate dal legislatore sono di tre tipi:

- (i) intervento di un sistema di tutela istituzionale,
- (ii) soluzioni di mercato che coinvolgano un intervento da parte di privati, e
- (iii) interventi di vigilanza.

Con riferimento all'intervento di un sistema di tutela istituzionale (*institutional protection scheme* o IPS), occorre subito chiarire che non si tratta di un salvataggio a spese pubbliche. Per sistema di tutela istituzionale deve invece intendersi un accordo volontario, sottoposto all'approvazione dell'autorità di vigilanza, con il quale delle banche (generalmente un numero cospicuo) si impegnano a garantire, ove necessario, un sostegno alla liquidità o alla solvibilità della banca partecipante a tale accordo che venga a trovarsi in una situazione di dissesto o di rischio di dissesto ⁽¹⁶⁹⁾. Non rientrano, pertanto, all'interno di tale ipotesi gli interventi da parte del Fondo di risoluzione o del Fondo di garanzia dei depositanti, sottoposti a regole puntuali per il loro utilizzo tra cui, in particolare, quella del *burden sharing* (v. *infra* Cap. III, §6). Anzi, proprio gli stringenti vincoli esistenti all'utilizzo di questi fondi hanno dato recentemente impulso alla creazione di sistemi di tutela istituzionale nell'ambito di numerosi Stati membri. In particolare, ciò è accaduto in Germania ⁽¹⁷⁰⁾, Austria ⁽¹⁷¹⁾, Spagna ⁽¹⁷²⁾ e, più recentemente, anche in Italia con la creazione di uno schema

⁽¹⁶⁹⁾ I sistemi di tutela istituzionale sono disciplinati dall'art. 113, par. 7 del Regolamento CRR IV (n. 575/2013), che consente alle banche partecipanti a tali sistemi di ottenere dall'autorità di vigilanza l'autorizzazione a non conteggiare le passività verso tali sistemi nel calcolo delle esposizioni ponderate per il rischio. Sul tema, si rinvia per approfondimenti a T. STERN, *Regulating Liquidity Risks within "Institutional Protection Schemes"*, in *Beijing Law Review* 5.03, 2014, pp. 210 ss.

⁽¹⁷⁰⁾ Esistono numerosi sistemi di tutela istituzionale in Germania, tra cui il più rilevante è il *Genossenschaftliche FinanzGruppe Volksbanken Raiffeisenbanken* che assicura ai depositanti delle banche partecipanti protezione oltre la soglia di euro 100.000 per depositante prevista come livello minimo uniforme dall'art. 6 della direttiva 2014/49/UE.

⁽¹⁷¹⁾ Moltissime banche austriache hanno recentemente aderito a sistemi di tutela istituzionale (T. STERN, *Regulating Liquidity Risks within "Institutional Protection Schemes"*, cit., p. 210). Tra i principali sistemi di tutela istituzionale austriaci vi è quello costituito nel 2014 dalla *Raiffeisen Credit Cooperatives Association*.

⁽¹⁷²⁾ Nel giugno del 2010, alcune banche spagnole hanno costituito il *Sistema Institucional de Protección*, con l'intento di assicurarsi mutualmente, rispetto al rischio di squilibri finanziari e/o patrimoniali che possano venire a colpire uno o più banche aderenti.

volontario all'interno del Fondo interbancario di garanzia dei depositi (FITD) ⁽¹⁷³⁾. Il ricorso a schemi volontari, sebbene riduca il rischio che si renda necessario un intervento pubblico rispetto alle banche partecipanti, non sembra sempre da guardare necessariamente con favore. La mutualizzazione del rischio di crisi tra i partecipanti al sistema di tutela istituzionale ha la controindicazione, infatti, di creare meccanismi di trasmissione del dissesto tra le banche, aumentando il pericolo di contagio ⁽¹⁷⁴⁾, e di rendere possibile la prospettiva di un salvataggio proveniente dall'esterno, senza previa imposizione di perdite sugli azionisti e creditori della banca (*burden sharing*), aumentando così il rischio di *moral hazard* (si ricordi quanto detto in merito all'eccessiva assunzione di rischi *supra* §2) ⁽¹⁷⁵⁾.

In merito alle soluzioni di mercato che coinvolgano l'intervento da parte di privati, è possibile ipotizzare, in via esemplificativa, un aumento di capitale della banca sottoscritto da parte degli azionisti esistenti o di terzi interessati che ripristini la piena sostenibilità economica della banca ⁽¹⁷⁶⁾ oppure la cessione in continuità di tutta l'azienda bancaria (o del solo ramo di azienda avente rilevanza per la stabilità del sistema finanziario, con liquidazione della residua parte del patrimonio della banca mediante una liquidazione coatta amministrativa per difetto, in relazione ad esso, del requisito dell'interesse pubblico, su cui v. *infra* §7.4).

Infine, all'interno degli interventi di vigilanza, il legislatore ha ulteriormente esemplificato quali tipi di «*misure alternative*» devono risultare non praticabili e/o inidonee a superare la situazione di dissesto o di rischio di dissesto affinché possa

⁽¹⁷³⁾ Il 26 novembre 2015, in occasione della modifica dello statuto del Fondo interbancario di garanzia dei depositi imposta dal recepimento delle nuove norme previste dalla direttiva 2014/49/UE in tema di dotazione dei fondi, è stato introdotto e disciplinato all'art. 35 dello statuto uno schema volontario la cui entrata in vigore è stata ricollegata all'adesione ad esso del 90% delle banche consorziate, rappresentanti almeno il 95% del totale dei depositi protetti. Allo schema volontario avevano aderito, alla data del 27 settembre 2016, il 91,5% delle banche consorziate, cui fanno capo circa il 99,6% dei depositi protetti.

⁽¹⁷⁴⁾ Si veda, in questo senso anche T. STERN, *Regulating Liquidity Risks within "Institutional Protection Schemes"*, cit., pp. 235 ss.

⁽¹⁷⁵⁾ Nell'ambito dello schema volontario previsto dal FITD (v. *supra* nt. 173), il rischio di favorire fenomeni di *moral hazard* è stato opportunamente ridotto prevedendo che l'intervento sia condizionato alla previa «*riduzione/conversione degli strumenti di capitale in capitale primario di classe 1*» da parte della Banca d'Italia (art. 35, comma 2, statuto FITD). Deve invece ribadirsi la preoccupazione che il ricorso a tali sistemi favorisca il contagio tra le banche aderenti, preoccupazione che è resa particolarmente concreta con riferimento allo schema volontario del FITD dal fatto che le «*risorse da destinare agli interventi [...] sono messe a disposizione dalle banche partecipanti su chiamata, in relazione alle modalità e ai tempi dei singoli interventi*» (art. 35, comma 7, dello statuto FITD).

⁽¹⁷⁶⁾ Cfr. il considerando n. 49 della direttiva BRR.

procedersi alla risoluzione della banca. In particolare, sono stati espressamente richiamati i poteri di intervento precoce (ad esempio, il potere dell'autorità di vigilanza di imporre l'aggiornamento e/o l'attuazione, in tutto o in parte, del piano di risanamento oppure di imporre una modifica alla forma societaria della banca in crisi) e la sottoposizione della banca in crisi alla procedura di amministrazione straordinaria.

Ad ogni modo, la natura non tassativa dell'elencazione delle «*misure alternative*» che, ove idonee a risolvere la crisi, impediscono la sottoposizione della banca a risoluzione, non consente in astratto di escludere che vi siano misure che – benché diverse dal ricorso ad un sistema di tutela istituzionale volontario, ad una soluzione di mercato o a un intervento di vigilanza – permettano di superare in tempi rapidi la situazione di dissesto o di rischio di dissesto in cui si trova la banca e, pertanto, precludano la sua sottoposizione a risoluzione. Inoltre, malgrado non sia stato esplicitato dal legislatore, sembra inevitabile ritenere che le misure alternative elencate dal legislatore e le eventuali altre misure ipotizzabili nel caso concreto possano essere utilizzate in combinazione tra loro ⁽¹⁷⁷⁾.

7.3. *L'inidoneità del write down a superare la crisi*

Al fine di valutare se sussista il presupposto oggettivo della risoluzione, il secondo dei tre requisiti che l'autorità di risoluzione è tenuta ad accertare – una volta che l'autorità di vigilanza o la stessa autorità di risoluzione abbia accertato la situazione di dissesto o di rischio di dissesto in cui si trova la banca – è rappresentato dall'impossibilità di superare tale situazione mediante l'esercizio del potere di riduzione o conversione degli elementi computabili nei fondi propri della banca (in altre parole, l'inadeguatezza di un *write down* ristorativo al fine di rimuovere la crisi).

In merito a tale requisito, l'analisi della direttiva BRR e del decreto di recepimento nazionale mostra una divergenza. L'articolazione del presupposto oggettivo della risoluzione contenuta nella direttiva BRR non attribuisce autonomia

⁽¹⁷⁷⁾ Ad esempio, si potrebbero ipotizzare le seguenti combinazioni di misure alternative: un intervento da parte di un sistema di tutela istituzionale volto a favorire la cessione ad un terzo di tutta o parte dell'azienda; l'esercizio da parte dell'autorità di vigilanza del potere di imporre la trasformazione di una banca di credito cooperativo in società per azioni al fine di consentire la ricapitalizzazione da parte di un sistema di tutela istituzionale o di terzo interessato a sottoscrivere l'aumento di capitale.

al requisito dell'inidoneità del *write down*, includendo l'esercizio di tale potere nell'ambito delle «*misure alternative*» di cui si è detto al precedente paragrafo ⁽¹⁷⁸⁾. Diversamente, il legislatore italiano, nel recepire la direttiva BRR, ha qualificato l'inidoneità del *write down* come un requisito autonomo, che l'autorità di risoluzione è chiamata ad accertare successivamente all'avvenuta verifica con esito negativo della possibilità di superare il dissesto o il rischio di dissesto tramite misure alternative (diverse dal *write down*) ⁽¹⁷⁹⁾. Non si tratta solo di una diversità formale poiché prevedere l'inadeguatezza di un *write down* come requisito autonomo, da accertare successivamente all'inidoneità delle misure alternative, ha l'effetto di limitare maggiormente lo spazio entro il quale l'autorità di risoluzione ha il potere di ridurre o convertire i fondi propri di una banca in dissesto o a rischio di dissesto. Tale potere, infatti, potrà essere legittimamente esercitato soltanto qualora non vi siano misure alternative che consentano di superare, in tempi adeguati, la situazione di crisi in cui si trova la banca; la presenza di una “misura alternativa” idonea inibisce il ricorso ad un *write down* ristorativo.

Tuttavia, ad un esame più approfondito, il legislatore italiano non sembra essersi discostato, da un punto di vista sostanziale, da quanto imposto dalla direttiva BRR, ma sembra invece averne chiarito un'incongruenza. Infatti, il presupposto per l'esercizio del potere di *write down* è identificato nella direttiva BRR, con separata disposizione ⁽¹⁸⁰⁾, nella presenza di una situazione di dissesto o di rischio di dissesto cui si accompagna la mancanza di una prospettiva ragionevole di superare tale situazione mediante misure alternative (le stesse cui si fa riferimento ai fini dell'accertamento del presupposto oggettivo della risoluzione, v. *supra* §7.2) ⁽¹⁸¹⁾. In

⁽¹⁷⁸⁾ Cfr. art. 32, par. 1, lett. *b*), direttiva BRR.

⁽¹⁷⁹⁾ Cfr. art. 20, comma 1, lett. *a*), Decreto BRR.

⁽¹⁸⁰⁾ Cfr. art. 59, paragrafi 3 e 4, direttiva BRR.

⁽¹⁸¹⁾ Ciò si desume dall'art. 59, par. 4, lett. *b*), BRRD, letto in combinazione con il paragrafo 3 del medesimo articolo. Al di là dell'innegabile carenza di linearità nella definizione del presupposto del *write down* e di quello della risoluzione, parte delle difficoltà interpretative sul punto sembrano dipendere da una traduzione non perfetta del testo dell'art. 59, par. 4, lett. *b*), dalla versione inglese della direttiva BRR. Tale disposizione nella versione italiana sembra, infatti, lasciare intendere che il potere di *write down* non possa essere esercitato quando la situazione di dissesto o di rischio di dissesto possa essere superata con il ricorso ad una misura alternativa in combinazione ad un'azione di risoluzione, in contrasto con la menzionata natura residuale di tale ipotesi («*non si può ragionevolmente prospettare che qualsiasi azione, compresi interventi alternativi del settore privato o un'azione di vigilanza (incluse le misure di intervento precoce), singolarmente o in combinazione con un'azione di risoluzione, che siano diverse dalla svalutazione o dalla conversione degli strumenti di capitale, permettano di evitare il dissesto dell'ente [...] in tempi*

tal modo, anche il legislatore europeo pare aver condizionato il ricorso ad un *write down* al caso in cui non vi siano misure alternative idonee a superare lo stato di dissesto o di rischio di dissesto in cui si trova una banca ⁽¹⁸²⁾. Ciò sembrerebbe coerente con la natura del potere di *write down* sostanzialmente analoga al *bail-in*, dal quale si differenzia solo per la tipologia di passività rispetto alle quali il potere di riduzione o conversione è esercitato (v. *infra* Cap. III, §2).

7.4. L'interesse pubblico alla risoluzione

Nel caso in cui la banca si trovi in dissesto o a rischio di dissesto e tale situazione non possa essere superata, *in primis*, tramite misure alternative e, ove queste non vi siano o siano insufficienti, mediante l'esercizio del potere di *write down*, l'autorità di risoluzione deve ancora accertare, per poter sottoporre la banca a risoluzione, che tale

ragionevole). Invero, ciò che l'art. 59, par. 4, lett. *b*), ha previsto – alla luce della corrispondente disposizione nella versione inglese – è che il ricorso ad un *write down* non è consentito nell'ipotesi in cui non sia «*ragionevolmente* [possibile] *prospettare che qualsiasi azione, compresi interventi alternativi del settore privato o un'azione di vigilanza (incluse le misure di intervento precoce), [...] diverse dalla svalutazione o dalla conversione degli strumenti di capitale [singolarmente o in combinazione con un'azione di risoluzione], [...] permettano di evitare il dissesto dell'ente [...] in tempi ragionevoli*».

⁽¹⁸²⁾ Ciò a meno di voler ritenere che la disposizione della direttiva BRR che identifica il presupposto oggettivo della risoluzione (art. 32, par. 1, lett. *b*), ponendo *write down* e misure alternative sullo stesso piano, e quella che individua il presupposto dell'obbligo di esercitare il potere di *write down* (art. 59, par. 4, lett. *b*), subordinandolo all'inidoneità delle misure alternative a superare lo stato di dissesto o di rischio di dissesto, siano volte a disciplinare due fattispecie diverse. Una lettura compatibile con il dato testuale della direttiva BRR sembra essere, infatti, quella secondo cui l'autorità di risoluzione disporrebbe della *facoltà* di esercitare il potere di *write down* anche quando vi siano “misure alternative” idonee a superare la crisi (art. 32, par. 1, lett. *b*) e sarebbe, invece, sottoposta ad un *obbligo* di esercitare senza indugio tale potere quando le stesse “misure alternative” risultassero inidonee (art. 59, par. 4, lett. *b*).

Qualora si dovesse concludere in questo senso, la scelta del legislatore italiano di limitare la discrezionalità dell'autorità di risoluzione in merito all'esercizio del potere di *write down* in misura maggiore rispetto a quanto previsto dalla direttiva BRR sarebbe discutibile. Ciò, soprattutto quando l'autorità di risoluzione è il *Single Resolution Board* che si avvale – nella gestione delle crisi bancarie per le quali è competente – delle norme nazionali di recepimento applicabili in relazione allo Stato membro di appartenenza della banca in crisi. In questo caso, infatti, potrebbe emergere un contrasto tra la normativa italiana e il Regolamento SRM che, sebbene principalmente finalizzato a regolare aspetti procedurali, ripete alcuni contenuti della direttiva BRR tra cui, appunto, la parificazione del potere di *write down* alle altre misure alternative (cfr. art. 18, par. 1, lett. *b*, Regolamento SRM, che recita: «*considerate la tempistica e altre circostanze pertinenti, non si può ragionevolmente prospettare che qualsiasi misura alternativa per l'entità in questione, incluse misure da parte di un IPS, sotto forma di intervento del settore privato o di azione di vigilanza, tra cui misure di intervento precoce o la svalutazione o la conversione dei pertinenti strumenti di capitale ai sensi dell'articolo 21 adottate nei confronti dell'entità, permetta di evitare il dissesto dell'entità in tempi ragionevoli*», sottolineatura aggiunta).

tipo di intervento risponde meglio della liquidazione con procedura concorsuale ordinaria (dunque della liquidazione coatta amministrativa) all'«*interesse pubblico*». Con tale locuzione ci si riferisce al fatto che la risoluzione deve essere necessaria e proporzionata al conseguimento di uno o più degli obiettivi della risoluzione (tra cui, assicurare la stabilità del sistema finanziario, contenere gli oneri pubblici, tutelare i depositanti, v. *supra* §5.4) e la sottoposizione della banca a liquidazione coatta amministrativa non permetterebbe di raggiungere gli stessi obiettivi (almeno) nella medesima misura ⁽¹⁸³⁾. Se la condizione relativa alla sussistenza di un «*interesse pubblico*» non è soddisfatta, la banca deve essere liquidata mediante procedura di liquidazione coatta amministrativa (o, se stabilita in un altro Stato membro, mediante la procedura concorsuale ordinaria prevista dalla normativa straniera applicabile).

La funzione del requisito dell'interesse pubblico è, chiaramente, quella di assicurare il collegamento tra gli obiettivi generali della risoluzione e l'esercizio in concreto dei relativi poteri da parte dell'autorità ⁽¹⁸⁴⁾. In tal modo, si è inteso assicurare che l'eventuale compressione dei diritti individuali di proprietà degli azionisti e dei creditori – che potrebbe, ad esempio, derivare dall'anticipazione del presupposto della risoluzione rispetto a quanto visto, in generale, per i meccanismi di trasmissione del controllo ai creditori applicabili alle società non bancarie ⁽¹⁸⁵⁾ – risulti comunque sempre giustificate alla luce dei preminenti dell'interessi della collettività ⁽¹⁸⁶⁾.

8. La valutazione dell'esperto indipendente

La disciplina della gestione delle crisi bancarie introdotta in occasione del recepimento della direttiva BRR ripone importanza centrale nel ruolo dell'esperto indipendente. Ad esso, è affidato il compito di predisporre una valutazione “precedente” rispetto all'intervento dell'autorità mediante un *write down* o un'azione di risoluzione (ma che, come si vedrà, può talvolta essere effettuata anche

⁽¹⁸³⁾ Art. 20, comma 2, Decreto BRR, che recepisce l'art. 32, par. 1, lett. c), e par. 5, direttiva BRR.

⁽¹⁸⁴⁾ Sul tema, si veda anche S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, cit., pp. 100 ss.

⁽¹⁸⁵⁾ Al riguardo, si ricordi in particolare quanto osservato *supra* al §7.1. In merito alla compatibilità della risoluzione e, in specie del *bail-in*, con i principi costituzionali che possono essere invocati a tutela degli azionisti e creditori, si rinvia a quanto si dirà nel Capitolo IV al §6.1.

⁽¹⁸⁶⁾ Sul tema, si rinvia a quanto detto *supra* al §5, nt. 98.

successivamente in presenza di una valutazione provvisoria *ex ante*, v. *infra* §8.1), che ha il principale obiettivo di confermare la sussistenza del presupposto oggettivo della risoluzione (v. *supra* §7) guidare l'autorità nella definizione delle modalità del proprio intervento.

Nel caso in cui la banca venga sottoposta a risoluzione (non, invece, ove si ricorra ad un *write down* ristorativo), lo stesso o un altro esperto indipendente deve poi predisporre una valutazione “successiva” a presidio del fondamentale principio dell'assenza di pregiudizio (v. *supra* §6.1). Tale valutazione deve accertare, infatti, l'eventuale pregiudizio subito da azionisti e creditori rispetto al trattamento che avrebbero ottenuto nel caso in cui la banca fosse stata liquidata con la procedura concorsuale ordinariamente applicabile.

Nei prossimi paragrafi si esaminerà, più nel dettaglio, il contenuto di queste due distinte valutazioni e i criteri che devono orientare l'operato dell'esperto indipendente nella predisposizione delle stesse.

8.1. *La valutazione che precede la risoluzione*

Prima di poter sottoporre una banca in dissesto o a rischio di dissesto ad un *write down* o a risoluzione, è necessario che un esperto indipendente compia una valutazione sulla attività e passività della banca in crisi ⁽¹⁸⁷⁾. Tale adempimento ha importanza cruciale per il funzionamento del meccanismo di risoluzione. Con questo, infatti, vengono fornite all'autorità di risoluzione le informazioni necessarie per:

- (i) verificare la sussistenza dei presupposti per l'intervento,
- (ii) determinare le modalità con cui l'intervento può essere in concreto realizzato, sfruttando l'attività di programmazione compiuta in occasione della redazione del piano di risoluzione che, in ogni caso, non vincola l'operato dell'autorità di risoluzione (v. *supra* al §5.1),
- (iii) in relazione alla tipologia di intervento prescelto: quantificare l'ammontare della riduzione delle azioni e delle pretese e/o della conversione delle pretese in azioni, definendo il relativo tasso di conversione applicabile, in caso di *write down* o *bail-in*;

⁽¹⁸⁷⁾ Art. 23, comma 1, del Decreto BRR, che recepisce l'art. 36, par. 1, della BRRD.

identificare i beni e i rapporti giuridici da trasferire ed il relativo valore di mercato, in caso di cessione ad un soggetto terzo, creazione di una *bridge bank* e/o di una *bad bank*;

(iv) valutare l'ammontare di perdite che devono essere imposte a carico degli azionisti e dei creditori affinché sia possibile utilizzare il Fondo di risoluzione allo scopo di assorbire parte delle perdite della banca (si tratta del requisito del c.d. *burden sharing*, su cui v. *infra* Cap. III, §6),

(v) suddividere i creditori in base alla gerarchia concorsuale delle rispettive pretese e assicurare il rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio per gli azionisti e creditori (c.d. *no creditor worse off*: si veda *supra* al §6.1) ⁽¹⁸⁸⁾. A tal fine, è necessario che la valutazione precedente contenga anche, in caso di *write down* o di *bail-in*, una stima del valore atteso delle azioni che saranno attribuite ai titolari delle pretese sottoposte a conversione.

In considerazione della fondamentale importanza della valutazione precedente, non pare pienamente condivisibile la disciplina italiana di recepimento nella parte in cui consente – laddove la banca in crisi sia stata precedentemente sottoposta ad amministrazione straordinaria – che il compito di effettuare tale valutazione possa essere affidato al commissario straordinario (art. 23, comma 2, Decreto BRR). Sebbene questa soluzione non sia stata ritenuta dall'EBA di per sé incompatibile con la normativa europea, appare quantomeno dubbia la possibilità in concreto di ritenere che il commissario straordinario, magari dopo aver gestito la banca per mesi seguendo le «*prescrizioni*» e le «*istruzioni impartite*» dalla Banca d'Italia (art. 72 TUB), possa ritenersi «*persona indipendente da qualsiasi autorità pubblica, compresa l'autorità di risoluzione, e dall'ente*» ⁽¹⁸⁹⁾. Ciò, in particolare, alla luce dei criteri generali che la stessa EBA ha previsto

⁽¹⁸⁸⁾ Cfr. art. 24, commi 1 e 5, del Decreto BRR.

⁽¹⁸⁹⁾ Così l'art. 36, par. 1, della BRRD; art. 20, par. 1, Regolamento SRM. La compatibilità tra la posizione di commissario straordinario (*temporary administrator*) e quella di esperto indipendente incaricato di effettuare la valutazione precedente è espressamente riconosciuta dall'EBA che nella bozza finale di norme tecniche di regolamentazione sui requisiti dell'esperto indipendente (*final draft Regulatory Technical Standards on independent valuers*, disponibile all'indirizzo www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/recovery-and-resolution/regulatory-technical-standards-on-independent-valuers) ha affermato – in risposta ad alcuni rilievi critici sollevati in ordine alla mancata previsione normativa di una causa di incompatibilità per questa ipotesi (alcuni dei quali provenienti anche dal *Banking Stakeholder Group*, costituito in seno alla stessa EBA) – che non è necessario stabilire una preclusione assoluta per il commissario straordinario, ma che la compatibilità con le funzioni di esperto indipendente debba essere valutata dall'autorità di risoluzione caso per caso, sulla base dei criteri generali previsti dai *Regulatory Technical Standards*.

debbano essere seguiti dalle autorità di risoluzione per determinare se sussistano i requisiti di indipendenza. La nomina del commissario straordinario contrasterebbe, infatti, quasi sempre con il requisito dell'assenza di interessi in comune o in contrasto con l'autorità di risoluzione, con la banca in crisi o con gli amministratori e dirigenti di quest'ultima, tenuto conto che a tal fine assumono espressamente rilievo l'avvenuta prestazione di servizi in favore della banca (soprattutto se connessi con gli aspetti oggetto di valutazione) e l'esistenza di rapporti personali o economici ⁽¹⁹⁰⁾.

Il rigoroso rispetto dei requisiti di indipendenza nella nomina dell'esperto appare fondamentale alla luce del fatto che, verosimilmente, la maggioranza delle contestazioni, soprattutto in caso di *bail-in*, si incentreranno sulla valutazione precedente e, in misura forse anche maggiore, sulla valutazione "successiva" alla risoluzione ⁽¹⁹¹⁾. La mancanza (reale o apparente) dei requisiti di indipendenza pregiudicherebbe la credibilità della valutazione, aprendo la strada a numerosi contenziosi ⁽¹⁹²⁾.

È inevitabile che una maggiore indipendenza, riducendo la "prossimità" dell'esperto rispetto alla banca in crisi ⁽¹⁹³⁾, possa determinare un allungamento dei

⁽¹⁹⁰⁾ Si veda l'art. 5, paragrafi 3 e 4, della bozza finale dell'EBA di norme tecniche di regolamentazione sui requisiti dell'esperto indipendente. Al riguardo, può aggiungersi che, dal punto di vista pratico, appare improbabile che il commissario straordinario disponga, o abbia rapido accesso, a risorse umane e tecniche adeguate a svolgere una valutazione così complessa negli strettissimi tempi imposti dalla gestione delle crisi bancarie (cfr. art. 3, par. 2, della bozza finale dell'EBA di norme tecniche di regolamentazione sui requisiti dell'esperto indipendente). Appare, dunque, più probabile che, nella prassi, tale valutazione sia ad appannaggio di società di revisione contabile dotate di imponenti strutture organizzative.

⁽¹⁹¹⁾ In tal senso, si veda anche A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del Meccanismo di Risoluzione Unico*, cit., p. 621; J.H. BINDER, *The position of creditors under the BRRD*, cit., pp. 10 ss. e, in specie, p. 12.

⁽¹⁹²⁾ In merito, l'art. 26 del Decreto BRR (recependo l'art. 36, par. 13, della direttiva BRR) prevede che la valutazione sia parte integrante della decisione dell'autorità di risoluzione di esercitare il potere di riduzione o conversione degli strumenti di capitale (*write down*) o di sottoporre la banca a risoluzione e che, pertanto, essa non possa essere autonomamente impugnata, ma debba essere eventualmente sottoposta a contestazione solo nell'ambito dell'impugnazione della decisione dell'autorità.

⁽¹⁹³⁾ Sembra potersi riproporre, in questo ambito, la riflessione dottrinale – sviluppatasi in materia di rapporti tra organo amministrativo e soggetto deputato al controllo sullo stesso – che ha messo in luce il contrasto, in termini di efficienza, tra obiettività del controllore (*independence*) e vicinanza rispetto all'oggetto del controllo (*proximity*). Sul tema, con riferimento al rapporto tra organo amministrativo e organo di controllo, si veda J.R. MACEY, A.W.A. BOOT, *Monitoring, Corporate Performance: The Role of Objectivity, Proximity and Adaptability in Corporate Governance*, in *Cornell L. Rev.*, 2004, 89, pp. 356 ss.

tempi necessari per la valutazione. Per tale ragione, oltre che per la particolare complessità della valutazione ⁽¹⁹⁴⁾, i tempi necessari per la valutazione possono non essere compatibili con le esigenze di rapidità di reazione fondamentali al fine di preservare la stabilità del sistema finanziario. La possibilità di incaricare un esperto per il compimento della valutazione “precedente” già nella fase di intervento precoce (ad esempio, durante il periodo in cui la banca è sottoposta ad amministrazione straordinaria) potrebbe non sempre essere possibile (anche in ragione della natura eventuale di tale fase) o, comunque, sufficiente ⁽¹⁹⁵⁾. Tuttavia, tale problema trova già un’efficace risposta normativa: in caso di urgenza, la valutazione “precedente” può essere compiuta, in via provvisoria, dalla stessa autorità di risoluzione, oltre che dal commissario straordinario. Tale valutazione provvisoria deve fornire, quantomeno, indicazioni affidabili circa l’effettiva sussistenza di una situazione di dissesto o di rischio di dissesto della banca (v. *supra* §7.1); in considerazione, tuttavia, della sua inevitabile minore accuratezza in ordine alla definizione del valore dell’attivo e del passivo e alla mancanza di idonee garanzie di indipendenza fornite dall’autorità di risoluzione, è necessario che la valutazione provvisoria preveda una riserva per perdite aggiuntive ⁽¹⁹⁶⁾. Successivamente, non appena possibile, la valutazione provvisoria *ex ante* dovrà essere sostituita da una valutazione definitiva compiuta (chiaramente, non più *ex ante*) da un esperto in possesso dei requisiti di indipendenza richiesti ⁽¹⁹⁷⁾.

⁽¹⁹⁴⁾ Si pensi alla difficoltà di determinare il valore di beni e rapporti giuridici spesso sottoposti ad ordinamenti diversi ed esposti a variazioni continue del loro valore in relazione all’andamento dei mercati internazionali, il cui andamento potrà essere spesso, in queste occasioni, perturbato da crisi finanziarie a carattere sistemico. Cfr. J.H. BINDER, *The position of creditors under the BRRD*, cit., pp. 10 ss.

⁽¹⁹⁵⁾ La possibilità di incaricare l’esperto indipendente per il compimento della valutazione precedente già durante l’eventuale fase di intervento precoce emerge dal considerando n. 51 della BRRD («*Dovrebbe essere possibile avviare una valutazione fin dalla fase di intervento precoce*»).

⁽¹⁹⁶⁾ Cfr. art. 20, par. 10, secondo periodo, Regolamento SRM e, con previsione corrispondente, art. 36, par. 9, secondo periodo, BRRD, recepito (non del tutto fedelmente) dall’art. 25, comma 3, Decreto BRR.

⁽¹⁹⁷⁾ Art. 25 del Decreto BRR; art. 20, par. 11, Regolamento SRM. Tale valutazione definitiva, benché posta in essere dopo l’intervento di risoluzione, non va confusa con la valutazione “successiva” (sulla quale si veda *infra* al §8.3) che deve essere effettuata da un esperto indipendente (eventualmente anche lo stesso che ha effettuato la valutazione “precedente” *ex ante* o la valutazione “precedente” definitiva) a seguito delle azioni di risoluzione. Quando la valutazione definitiva e la valutazione successiva alla risoluzione sono effettuate contestualmente, esse devono comunque essere mantenute distinte (art. 25, comma 3, Decreto BRR; art. 20, par. 16, Regolamento SRM).

È possibile che la valutazione definitiva evidenzi – anche in considerazione dell’obbligo di prevedere una riserva per perdite aggiuntive (v. *supra*) – una sopravvalutazione delle perdite ad opera della valutazione provvisoria *ex ante*. In questa ipotesi, in caso di ricorso ad uno strumento che prevede la cessione di tutto o parte del patrimonio della banca sottoposta a risoluzione, dovrà essere incrementato il corrispettivo pagato alla banca sottoposta a risoluzione a fronte della cessione di tutto o parte del suo patrimonio; in caso di *bail-in* (ma non di *write down*), gli azionisti o i creditori i cui diritti non avrebbero dovuto essere cancellati o convertiti hanno diritto ad ottenere una tutela “in forma specifica”: le partecipazioni sociali e i crediti ingiustificatamente ridotti o convertiti devono essere ripristinati nella misura necessaria a riflettere lo scostamento tra valutazione provvisoria e valutazione definitiva ⁽¹⁹⁸⁾. La reviviscenza prevista per le azioni e i crediti in questo tipo di ipotesi (c.d. *write up*, su cui vedi anche *infra* al Cap. III, §5.6), rappresenta un’assoluta eccezione nell’impianto della risoluzione, improntato a forme di tutela meramente “per equivalente”. Tale eccezione sembrerebbe giustificarsi proprio con la minore credibilità della valutazione compiuta da un soggetto non in posizione di perfetta indipendenza. Tuttavia, al fine di evitare che l’intervento dell’autorità di risoluzione perda di efficacia, è necessario che l’incertezza in ordine al regime cui sono sottoposte le azioni e le pretese ridotte o convertite dall’autorità di risoluzione sia contenuta entro un lasso di tempo quanto più possibile ristretto ⁽¹⁹⁹⁾.

Al riguardo, desta perplessità la scelta legislatore di escludere il *write down* dall’ambito di applicazione di questa tutela, in considerazione del fatto che, in questa ipotesi, i soci e titolari di fondi propri cancellati o convertiti si trovano in posizione del tutto coincidente rispetto all’ipotesi di applicazione di un *bail-in* (sul tema, v. *infra* Cap. III, §5.6).

⁽¹⁹⁸⁾ Si veda l’art. 25, comma 4, Decreto BRR, che recepisce l’art. 36, par. 11, direttiva BRR.

⁽¹⁹⁹⁾ La ripatrimonializzazione della banca in crisi, conseguente all’esercizio del potere di *write down* o all’applicazione dello strumento del *bail-in*, deve essere percepita dal mercato come non reversibile per poter rassicurare i terzi circa la solidità della banca e, dunque, permettere ad essa di proseguire senza interruzioni le sue funzioni essenziali per la stabilità del sistema finanziario. Sul tema, si veda S. GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, cit., p. 16. Il bilanciamento tra esigenze di celerità e stabilità nella definizione delle crisi bancarie e tutela dei diritti dei soggetti coinvolti rappresenta un punto nodale (cfr. D.A. SKEEL JR., *Single Point of Entry and the Bankruptcy Alternative*, cit., p. 316).

8.2. La valutazione “precedente”: criteri di redazione

La complessità della composizione patrimoniale di una banca e la natura in larga parte prognostica della valutazione che precede la risoluzione rendono particolarmente difficile il compito dell’esperto indipendente. Al riguardo, la disciplina europea ha fissato soltanto alcuni criteri generali per lo svolgimento della valutazione, demandando il compito di dettare criteri più specifici a norme tecniche di regolamentazione che, su proposta dell’EBA, verranno adottate dalla Commissione⁽²⁰⁰⁾.

In base a criteri generali previsti dalla legge, la valutazione delle attività e passività della banca deve riferirsi alla data in cui la valutazione è effettuata⁽²⁰¹⁾. L’esperto deve, tuttavia, anche considerare, ove possibile, le «*perdite che potrebbero risultare al momento dell’applicazione delle azioni di risoluzione o dell’esercizio del potere di riduzione o conversione delle azioni*» (art. 24, comma 2, Decreto BRR). Con ciò, la legge sembra alludere, oltre alle eventuali perdite preventivabili ma non ancora maturate, anche all’impatto che l’applicazione di un *write down* o di misure di risoluzione può avere sotto il profilo reputazionale⁽²⁰²⁾.

⁽²⁰⁰⁾ Art. 36, par. 15, BRRD. La scelta di non prevedere criteri specifici all’interno della BRRD, delegandone invece l’elaborazione ad un’autorità tecnica, sembra opportuna in considerazione del grado di dettaglio che deve assumere la definizione delle metodologie di valutazione, cfr. A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del Meccanismo di Risoluzione Unico*, cit., p. 623.

⁽²⁰¹⁾ Tale data è identificata dall’art. 2, lett. d, della bozza di norme tecniche di regolamentazione in materia di valutazione ai fini della risoluzione (*Draft Regulatory Technical Standards on valuation for the purposes of resolution*) predisposte dall’EBA (reperibile all’indirizzo www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/recovery-and-resolution/regulatory-technical-standards-on-valuation), come la data in cui l’esperto indipendente prevede che l’autorità di risoluzione sottoporrà la banca a risoluzione o eserciterà il potere di *write down*. Nell’ipotesi in cui l’intervento dell’autorità di risoluzione sia stato preceduto, per ragioni di urgenza, soltanto da una valutazione provvisoria *ex ante* (si veda *supra* §8.1), l’esperto indipendente chiamato ad effettuare la valutazione definitiva prenderà come data di riferimento ai fini della valutazione la data in cui è stato effettivamente esercitato il potere di *write down* o l’azione di risoluzione.

⁽²⁰²⁾ Sul tema si veda, in particolare, E. AVGOULEAS, C. GOODHART, *Critical Reflections on Bank Bail-ins*, cit., p. 9, i quali sollevano il problema del costo “reputazionale” cui va incontro la banca ricapitalizzata per effetto di un *bail-in*, con il conseguente rischio che si rendano necessari consistenti interventi pubblici a sostegno della liquidità della banca (per effetto di un’irrazionale, ma non irrealistica, “corsa agli sportelli” presso la banca ormai risanata). Un simile rischio sembra essere stato, almeno in parte, confermato dall’andamento del livello di raccolta da parte delle quattro banche coinvolte dall’intervento del 22 novembre 2015 (Banca Marche, Banca Etruria, CariChieti e Cassa di Risparmio di Ferrara), dopo la loro sottoposizione a risoluzione (senza tuttavia il ricorso ad un *write down* o ad un *bail-in*). Ad ogni modo, a livello di sistema, non vi è stata la temuta fuga di depositi il cui

Tale valutazione, in base a quanto previsto già nella direttiva, deve essere «*equa, prudente e realistica*», tenere conto di tutti i costi connessi con la risoluzione e non presupporre alcun tipo di sostegno finanziario pubblico in favore della banca in crisi ⁽²⁰³⁾.

Al riguardo, suscita qualche perplessità la scelta di imporre un criterio di “prudenza” nella valutazione delle attività e passività della banca. Tale criterio appare ispirato al condivisibile obiettivo di far sì che la banca sottoposta a risoluzione appaia solida, limitando il rischio che si renda necessario un nuovo intervento a causa dell’iniziale sottovalutazione delle perdite. Il risultato di tale previsione, tuttavia, è quello di concentrare nella valutazione dell’esperto indipendente il bilanciamento tra due confliggenti obiettivi: quello, appunto, di evitare il rischio di una valutazione eccessivamente ottimistica e quello di assicurare che la valutazione sia «*realistica*». Una valutazione eccessivamente prudente avrebbe, infatti, un effetto di “ancoraggio” nell’eventuale cessione di beni e dei rapporti giuridici della banca sottoposta a risoluzione e, più in generale, potrebbe deprimere la valutazione di analoghi beni e rapporti giuridici iscritti nei bilanci di altre banche, innescando così un meccanismo di contagio ⁽²⁰⁴⁾. Sarebbe stato forse più opportuno evitare che trovassero spazio nella valutazione considerazioni di carattere non oggettivo (quale, appunto, il bilanciamento tra le due opposte esigenze di cui sopra), lasciando che tali considerazioni fossero demandate esclusivamente all’autorità di risoluzione in sede di determinazione delle modalità di intervento (come è già espressamente previsto con riferimento alla definizione dell’importo del *bail-in*, seppur senza poter, per ciò,

livello complessivo appare costante e, anzi, in lieve crescita dalla fine di novembre 2015 (cfr. Rapporto mensile ABI del febbraio 2016, reperibile all’indirizzo www.abi.it/DOC_Info/Comunicati-stampa/Rapporto_mensile_febbraio_2016.pdf).

⁽²⁰³⁾ Art. 23, comma 1, Decreto BRR che recepisce l’art. 36, par. 1, BRRD-

⁽²⁰⁴⁾ Si veda anche E. AVGOULEAS, C. GOODHART, *Critical Reflections on Bank Bail-ins*, cit., p. 15, i quali sottolineano il rischio che l’emergere di un notevole divario tra il *fair value* attribuito a determinati beni o rapporti giuridici nel bilancio della banche e il valore attribuito agli stessi beni o rapporti dall’esperto indipendente possa creare un canale di contagio, spingendo il mercato a dubitare della correttezza del valore a cui beni o rapporti sottostimati dall’esperto sono iscritti nei bilanci di altre banche. Sembra ravvisare tale rischio anche A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del Meccanismo di Risoluzione Unico*, cit., p. 625.

escludere il criterio di prudenza nella valutazione, stante il dato normativo espresso²⁰⁵).

Quanto ai criteri specifici per lo svolgimento della valutazione, il progetto di norme tecniche di regolamentazione elaborato dall'EBA fornisce alcune indicazioni più puntuali (sebbene ancora non vincolanti) in merito alla metodologia cui l'esperto deve attenersi nel compiere la valutazione (206). Al riguardo, tale documento individua all'interno della valutazione dell'esperto tre componenti:

(i) gli accertamenti volti a confermare la sussistenza del presupposto del dissesto o del rischio di dissesto, e

(ii) gli accertamenti finalizzati a consentire all'autorità di definire le modalità dell'intervento e, in caso di *write down* o *bail-in*, l'entità della riduzione e della conversione delle azioni e passività necessaria per ripristinare la solidità finanziaria e patrimoniale della banca;

(iii) gli accertamenti volti a prevedere quale trattamento avrebbero ricevuto gli azionisti e i creditori se la banca fosse stata sottoposta, alla data della valutazione, alla procedura di insolvenza ordinariamente applicabile (e, dunque, a liquidazione coatta amministrativa).

La prima componente della valutazione – volta a convalidare la valutazione fatta dall'autorità in merito alla sussistenza del presupposto del dissesto o del rischio di dissesto (v. *supra* §7.1) – deve essere effettuata con riferimento alla struttura che presenta la banca al momento in cui è compiuta la valutazione. A tal fine, si prevede che debbano essere utilizzati i principi contabili stabiliti per la predisposizione dei bilanci e i criteri imposti dalle norme prudenziali ai fini del calcolo del patrimonio di

⁽²⁰⁵⁾ L'art. 51, comma 1, lett. a), Decr. BRR (che recepisce l'art. 46, par. 2, BRRD) prevede, infatti, che «L'importo del *bail-in* è determinato in base alla valutazione [...] e tiene conto [...] della necessità di ristabilire nel mercato una fiducia sufficiente nei confronti dell'ente sottoposto a risoluzione o nell'ente-ponte e di permettere a tali enti di rispettare per almeno un anno i requisiti prudenziali». La norma, per la sua formulazione, sembra tenere correttamente distinta, ai fini della determinazione dell'importo del *bail-in*, la valutazione dell'esperto indipendente, da un lato, dalle esigenze di “prudenza” che devono ispirare l'azione di risoluzione, dall'altro. Ciò, tuttavia, non pare sufficiente ad escludere che, nel contesto normativo attuale (imposto dalla formulazione dell'art. 36 BRRD), l'esperto indipendente debba farsi carico della descritta esigenza di bilanciamento tra prudenza e oggettività nella valutazione.

⁽²⁰⁶⁾ Tali criteri sono applicabili, nei limiti di quanto concretamente possibile, anche alla valutazione provvisoria *ex ante* posta in essere, per motivi di urgenza, da un soggetto non indipendente (v. *supra* §8.1). In tal senso, si veda la bozza predisposta dall'EBA di norme tecniche di regolamentazione in materia di valutazione ai fini della risoluzione (cfr. *supra* nt. 201).

vigilanza ⁽²⁰⁷⁾. È chiaro che, in questo compito, l'esperto indipendente non è in alcun modo vincolato dalle valutazioni e dalle modalità applicative per cui hanno ritenuto in precedenza di propendere gli amministratori e dirigenti della banca in crisi ⁽²⁰⁸⁾. Nel caso vi sia incertezza in merito all'esistenza, all'ammontare o alla data di emersione di perdite non contabilizzate, l'esperto indipendente deve prevedere un "cuscinetto" (*buffer*) di sicurezza ⁽²⁰⁹⁾.

La seconda componente della valutazione – volta a permettere all'autorità di risoluzione di determinare le modalità di intervento e, nel caso di *write down* o *bail-in*, l'entità della riduzione e della conversione delle azioni e passività – deve fornire una stima, a valori di mercato, delle attività della banca e quantificarne le passività ⁽²¹⁰⁾, oltre a fornire una previsione della evoluzione della situazione finanziaria della banca in crisi. A tal fine, l'esperto indipendente terrà anche conto degli effetti sul patrimonio della banca derivanti dalla sottoposizione della stessa a risoluzione ⁽²¹¹⁾. Inoltre, in

⁽²⁰⁷⁾ Art. 7 della bozza di norme tecniche di regolamentazione in materia di valutazione ai fini della risoluzione elaborata dall'EBA (cfr. *supra* nt. 201).

⁽²⁰⁸⁾ In tal senso, si veda anche A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del Meccanismo di Risoluzione Unico*, cit., p. 624.

⁽²⁰⁹⁾ Art. 9, della bozza di norme tecniche di regolamentazione in materia di valutazione ai fini della risoluzione elaborata dall'EBA (cfr. *supra* nt. 201).

⁽²¹⁰⁾ La stima del valore di mercato del patrimonio della banca deve essere riferita alla data della valutazione anche laddove sussistano contingenti disfunzioni del mercato che potrebbero deprimere la valutazione del valore delle attività e passività (ad esempio, una situazione di crisi sistemica o la mancanza di liquidità). Ciò sembra potersi ricavare dalla scelta di non riprodurre, nel testo definitivo della direttiva BRR, la previsione contenuta nell'iniziale proposta secondo cui «*where the market for a specific asset or liability is not functioning properly the valuation may reflect the long term economic value of those assets or liabilities*» (art. 30, par. 2, della proposta di BRRD del 6 giugno 2012).

⁽²¹¹⁾ Al riguardo, risulta estremamente complessa la valutazione dei derivati esistenti nel patrimonio della banca. Nel caso in cui siano previsti meccanismi contrattuali in base ai quali le obbligazioni reciproche fondate su contratti derivati possono essere convertite in un unico credito (accordi di "netting", art. 1, comma 1, lett. a, Decreto BRR) e tali meccanismi siano innescati dalla sottoposizione della banca a risoluzione, la complessa determinazione del valore delle passività risultanti dal derivato è rimessa all'esperto indipendente (art. 54 Decreto BRR). Sul tema, si veda la bozza finale dell'EBA di norme tecniche in tema di valutazione dei derivati ai sensi dell'art. 49, par. 2, BRRD (*Draft Regulatory Technical Standards on the valuation of derivatives pursuant to Article 49(4) of the Bank Recovery and Resolution Directive*) pubblicata il 17 dicembre 2015 e disponibile all'indirizzo www.eba.europa.eu/documents/10180/1312572/EBA-RTS-2015-11+RTS+on+the+valuation+of+derivatives.pdf/6d9950e7-47ce-49f8-aa35-0690b7740678. Inoltre, il potere dell'autorità di risoluzione di sospendere l'efficacia di tali clausole (art. 60, comma 1, lett. l, Decreto BRR) sembra poter essere, in parte, depotenziato dal fatto che è frequente che i derivati siano governanti da leggi extraeuropee (in specie, dalla legge di New York), con la conseguenza di rendere incerta la possibilità di imporre gli effetti dell'eventuale sospensione. Sul tema, si rimanda più ampiamente a da S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, cit., pp. 106 ss.

caso di incertezza (come potrebbe, ad esempio accadere, in ipotesi di passività della banca contestate o sottoposte a condizione ancora pendente⁽²¹²⁾), l'esperto dovrà considerare un "cuscinetto" che – a differenza del cuscinetto previsto per la prima componente della valutazione (v. *supra*) – deve essere quantificato sulla base di valutazioni fatte a valori di mercato ⁽²¹³⁾.

Infine, la terza componente della valutazione è volta a stabilire il trattamento che ciascun azionista o creditore, in base all'ordinaria gerarchia concorsuale, avrebbe ricevuto in caso di ricorso alla procedura di insolvenza ordinariamente applicabile e, quindi, nell'ordinamento italiano alla liquidazione coatta amministrativa della banca ⁽²¹⁴⁾. Ciò, al fine di permettere all'autorità di risoluzione di strutturare, sin da subito, l'intervento nel rispetto (per quanto possibile) del principio dell'assenza di pregiudizio (v. *supra* §6.1), in tal modo evitando che si rendano necessari indennizzi per gli azionisti e/o creditori a carico del Fondo di risoluzione o, comunque, riducendo l'entità di tali indennizzi (sul tema, si veda quanto si dirà sulla valutazione "successiva" nel prossimo paragrafo). In considerazione di tale funzione, questa terza componente della valutazione richiede, evidentemente, che l'esperto indipendente accerti il valore di mercato del patrimonio della banca in crisi in una prospettiva di liquidazione (*gone concern*) ⁽²¹⁵⁾. I criteri specifici stabiliti dall'EBA non forniscono puntuali indicazioni in merito al contenuto di tale componente della valutazione "precedente", ma deve ritenersi che in ragione della coincidenza con l'oggetto della valutazione "successiva" possano estendersi molti dei criteri per questa previsti (sui quali si veda *infra* al §8.3). Tale componente della valutazione "precedente" richiede altresì – in ragione della sua funzione di guida per l'autorità di risoluzione nella definizione concreta delle modalità

⁽²¹²⁾ Con riferimento alle criticità derivanti dal trattamento dei crediti controversi nell'ambito del *bail-in*, si veda *infra* al Capitolo III, §3.5.

⁽²¹³⁾ Cfr. artt. 13 e 14 bozza di norme tecniche di regolamentazione in materia di valutazione. Al riguardo, assume rilevanza centrale la reazione che si prevede che i depositanti possano avere nel caso di sottoposizione della banca a risoluzione, anche in relazione ai vari tipi di strumenti che potranno essere utilizzati. Infatti, come segnalato (cfr. nt. 202), i depositanti potrebbero irrazionalmente ritirare i loro depositi presso la banca, pregiudicando la posizione finanziaria della stessa, nonostante la banca risulti solida dal punto di vista patrimoniale per effetto dell'intervento operato su di essa. La fondamentale rilevanza del comportamento atteso dai depositanti ai fini della valutazione è rilevata anche da S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, cit., p. 107.

⁽²¹⁴⁾ Art. 3, comma 4, della bozza di norme tecniche di regolamentazione in materia di valutazione elaborata dall'EBA.

⁽²¹⁵⁾ Cfr. la relazione alla bozza di norme tecniche di cui si è detto *supra* alla nt. 201.

dell'intervento nell'ottica del rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio – che l'esperto compia una stima del valore di mercato delle azioni che l'autorità di risoluzione attribuirà ai titolari di passività sottoposte a conversione in caso di *write down* o *bail-in*.⁽²¹⁶⁾.

8.3. La diversa funzione della valutazione “precedente” e di quella “successiva”

Al fine di assicurare il rispetto del fondamentale principio dell'assenza di pregiudizio (*supra* al §6.1), è stato previsto che, dopo l'attuazione delle azioni di risoluzione, un esperto indipendente debba compiere una «*valutazione della differenza di trattamento*»⁽²¹⁷⁾. Oggetto di questa valutazione “successiva” alla risoluzione è un raffronto tra il trattamento degli azionisti e dei creditori della banca sottoposta a risoluzione in due diversi scenari: quello effettivamente verificatosi, rappresentato dalla situazione successiva all'azione di risoluzione, e quello meramente ipotetico, rappresentato dalla sottoposizione della banca alla procedura concorsuale ordinariamente applicabile (e, dunque, nell'ordinamento italiano, alla liquidazione coatta amministrativa).

Sebbene sotto questo profilo la valutazione successiva coincida con la “terza componente” della valutazione precedente (v. *supra* al §8.2), occorre subito chiarire come tali valutazioni – oltre a dover essere sempre tenute distinte l'una dall'altra⁽²¹⁸⁾ – assolvono a funzioni differenti.

La valutazione successiva rappresenta, infatti, lo strumento principale di tutela del fondamentale principio dell'assenza di pregiudizio. Come anticipato prendendo in esame tale principio, la disciplina della risoluzione – al fine di non intralciare con l'intervento dell'autorità – prevede che la tutela dei diritti degli azionisti e creditori sia assicurata, in maniera indispensabile, soltanto *ex post*, in forma risarcitoria (sul tema,

⁽²¹⁶⁾ Quest'ultimo contenuto della valutazione non risulta espressamente dalla direttiva BRR e dalla normativa nazionale di recepimento, ma appare insito nella funzione di quella che, nel testo, è stata indicata come la “terza componente” della valutazione. Ciò, emerge invece espressamente dall'art. 11, comma 5, della bozza di norme tecniche di regolamentazione in materia di valutazione ai fini della risoluzione elaborate dall'EBA.

⁽²¹⁷⁾ Cfr. art. 88 Decreto BRR e art. 20, par. 16 e ss., Regolamento SRM.

⁽²¹⁸⁾ Il problema di un'eventuale sovrapposizione, che il legislatore si è premurato di escludere espressamente (art. 88, comma 2, Decreto BRR; art. 20, par. 16, Regolamento SRM), potrebbe sorgere nell'ipotesi in cui la valutazione precedente, in ragione dell'urgenza, avvenga in due fasi: tramite una valutazione provvisoria e una successiva valutazione definitiva da parte di un esperto indipendente (sul tema, v. *supra* al §8.1)

si veda anche quanto si dirà *infra* nel Cap. IV, §6.1, in relazione ai principi costituzionali sottesi alla tutela di tali diritti). È questa la funzione cui assolve la valutazione successiva che – in assenza di un’immediata liquidazione di tutto o di parte del patrimonio della banca sottoposta a risoluzione – si preoccupa di sostituire la verifica sulla correttezza del valore attribuito al patrimonio svolta dal mercato (c.d. *market test*), con una stima da parte di un esperto indipendente. Qualora la valutazione successiva evidenzi che la risoluzione è stata pregiudizievole per alcuni azionisti o creditori rispetto ad una liquidazione coatta amministrativa, gli azionisti e/o i creditori penalizzati hanno il diritto di ottenere dal Fondo di risoluzione un’indennità nella misura della differenza di trattamento individuata dalla valutazione successiva ⁽²¹⁹⁾. Tale indennità – non essendo destinata alla banca sottoposta a risoluzione e rispondendo alla prevalente esigenza di tutela dei diritti fondamentali degli azionisti e dei creditori – dovrebbe essere concessa in tutti i casi in cui la valutazione “successiva” evidenzi un pregiudizio, indipendentemente dal mancato rispetto del requisito del *burden sharing* per effetto dello stesso contributo del Fondo o già sulla base dei termini con cui è intervenuta l’autorità di risoluzione ⁽²²⁰⁾.

Diversamente, la valutazione precedente alla risoluzione non si pone come obiettivo principale quello di assicurare il rispetto del principio dell’assenza di pregiudizio in un’ottica di protezione dei diritti degli azionisti e dei creditori, ma ha la diversa funzione di consentire all’autorità di strutturare il proprio intervento in modo conforme all’obiettivo di «*minimizzare i costi della risoluzione*». L’attuazione di un intervento di risoluzione che comportasse significative lesioni del principio dell’assenza di pregiudizio si tradurrebbe, infatti, in un significativo costo per il Fondo di risoluzione, chiamato a integrare il trattamento degli azionisti e creditori tramite il versamento dell’indennità nella misura prevista dall’esperto nella valutazione successiva. Tuttavia, la disciplina della risoluzione è chiara nel qualificare l’obiettivo del contenimento dei costi come subordinato al perseguimento dei più importanti

⁽²¹⁹⁾ Cfr. art. 89 Decreto BRR e art. 76, par. 1, lett. e), Regolamento SRM.

⁽²²⁰⁾ Ciò consente di escludere che si verifichi, in realtà, l’apparente cortocircuito tra principio dell’assenza di pregiudizio e requisito del *burden sharing* in tutti i casi in cui il valore dell’attività bancaria sia superiore in una prospettiva di liquidazione (*gone concern*) rispetto alla prospettiva di prosecuzione dell’attività (*going concern*), come potrebbe ad esempio accadere nel caso in cui la banca debba sopportare i costi operativi (ad esempio, costo dei dipendenti e/o del mantenimento in funzione di filiali) che superano i ricavi operativi (in altri termini, quando la banca abbia EBIT negativo) e non ci siano prospettive di riportare, in tempi brevi, la banca a redditività. Sul tema, si veda *supra* §6.1.

obiettivi della stabilità finanziaria, del contenimento degli oneri a carico delle finanze pubbliche e della tutela della clientela ⁽²²¹⁾. Pertanto, il principio dell'assenza di pregiudizio (e, più precisamente, la stima contenuta nella valutazione precedente circa il trattamento che i titolari di pretese verso la banca avrebbero ricevuto qualora la stessa fosse stata sottoposta ad ordinaria procedura di insolvenza) non rappresenta un vincolo per l'autorità di risoluzione. La valutazione precedente appare, dunque, volta a fornire indicazioni all'autorità di risoluzione sulle modalità con cui intervenire, ma non potrebbe certo impedire ad essa di dare attuazione ad un'azione di risoluzione necessaria a garantire la stabilità del sistema finanziario, anche laddove tale azione risulti lesiva dei diritti degli azionisti e dei creditori ⁽²²²⁾.

Quanto osservato in merito alla diversa funzione tra valutazione "precedente" e valutazione "successiva" consente di evidenziare una lacuna del sistema normativo di gestione delle crisi bancarie che potrebbe dar luogo a profili di incostituzionalità. Ci si riferisce al fatto che la valutazione "successiva" non è richiesta nell'ipotesi in cui la situazione di dissesto o di rischio di dissesto venga superata mediante un *write down* ristorativo, senza necessità di sottoporre la banca a risoluzione. Poiché la valutazione "precedente" non ha lo scopo di salvaguardare i diritti degli azionisti e dei creditori, la mancata previsione di una valutazione "successiva" in caso di *write down* ristorativo ha l'effetto di privare gli azionisti e i titolari di pretese computabili nei fondi propri della protezione del principio dell'assenza di pregiudizio (per la cui rilevanza costituzionale, si veda *infra* Cap. IV, §6.1). Ciò, peraltro introducendo una irragionevole diversità di trattamento degli azionisti e dei titolari di pretese computabili nei fondi propri nell'ipotesi in cui la riduzione o conversione avvenga per effetto di un *write down* e nell'ipotesi in cui, invece, avvenga all'esito di un *bail-in*.

⁽²²¹⁾ Così, l'art. 31, par. 2, secondo periodo, BRRD e l'art. 21, comma 2, Decreto BRR, che ne recepisce il contenuto. In relazione agli obiettivi della risoluzione, si rinvia più approfonditamente *supra* al §5.4.

⁽²²²⁾ Il rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio non rientra tra le circostanze che integrano il presupposto oggettivo della risoluzione (v. *supra* §7), né appare essere qualificato come un vincolo all'azione dell'autorità di risoluzione. La scelta di imporre il rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio soltanto in una prospettiva *ex post* risponde all'esigenze di tutelare fondamentali diritti degli azionisti e creditori senza, tuttavia, intralciare la risoluzione o renderne incerti gli esiti (come sarebbe, invece, accaduto qualora il rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio fosse stato imposto in una prospettiva *ex ante*, sottoponendo l'azione di risoluzione ad un controllo giudiziario).

8.4. La valutazione “successiva”: contenuto e criteri di redazione

Il contenuto della valutazione successiva dell’esperto indipendente – che può coincidere con colui che ha svolto la valutazione “precedente” ⁽²²³⁾ – pone problemi di grande complessità. Al fine di guidare l’esperto indipendente nella valutazione è stato previsto – come per la valutazione “precedente” alla risoluzione (v. *supra* §8.2) – che l’EBA predisponga delle norme tecniche di dettaglio ⁽²²⁴⁾. Tali norme non sono ancora state formalmente adottate, ma una bozza di norme tecniche è stata sottoposta a pubblica consultazione ⁽²²⁵⁾. Ciò che emerge dalla lettura dei criteri specifici in essa contenuti è l’impossibilità di ridurre, oltre una certa soglia, le difficoltà connesse con la valutazione “successiva”, principalmente in ragione della sua natura controfattuale in un contesto come quello finanziario in cui il valore delle attività e passività risulta influenzato da numerosissimi fattori.

Al riguardo, con riferimento al trattamento che gli azionisti e i creditori avrebbero ricevuto in ipotesi di liquidazione della banca, si pensi, in primo luogo, al criterio secondo cui la valutazione successiva non deve tenere conto dell’eventuale concessione di un sostegno finanziario pubblico in favore della banca in crisi prima della sua sottoposizione a risoluzione (ad esempio, della erogazione da parte della BCE della c.d. *emergency liquidity assistance*) ⁽²²⁶⁾. I soci e i creditori della banca

⁽²²³⁾ L’esistenza, come visto, di un margine di sovrapposizione tra la valutazione “precedente” e quella “successiva” dal punto di vista del contenuto avrebbe reso opportuno, ai fini di una maggior tutela dei diritti dei soci e dei creditori, che le due valutazioni fossero, oltre che tenute distinte (come in effetti accade, v. *supra* nel testo), anche affidate a due esperti indipendenti diversi. Il legislatore europeo e, in sede di recepimento, quello nazionale non hanno tuttavia condiviso tali considerazioni ammettendo espressamente che la valutazione successiva possa essere compiuta dal medesimo esperto indipendente che ha compiuto la valutazione precedente (art. 26, par. 10, secondo periodo, BRRD e, per l’Italia, l’art. 88, comma 2, Decreto BRR). Sul tema si veda anche S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, cit., p. 108, il quale appare critico in merito all’opportunità di incaricare il medesimo esperto indipendente per il compimento di entrambe le valutazioni e (forse per una svista) conclude sostenendo che *«even though BRRD and the Single Resolution Mechanism Regulation do not mention it explicitly, [the second valuation] will have to be undertaken by a different independent person»*.

⁽²²⁴⁾ Cfr. art. 74, par. 4, BRRD.

⁽²²⁵⁾ È disponibile una bozza di norme tecniche predisposte dall’EBA sulla quale si è conclusa la fase di consultazione pubblica (*Draft Regulatory Technical Standards on valuation to determine the difference in treatment following resolution*, reperibile all’indirizzo www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/recovery-and-resolution/regulatory-technical-standards-on-valuation).

⁽²²⁶⁾ Tale criterio è espressamente stabilito dall’art. 74, par. 3, lett. c), BRRD, recepito nel nostro ordinamento all’art. 88, comma 3, del Decreto BRR. Esso appare coerente con gli approdi giurisprudenziali cui si è giunti in diversi ordinamenti in relazione alla tutela dei diritti dei soci in caso di intervento pubblico (nel Regno Unito, *Harbinger Capital Partners v. Caldwell and Another* [2013] EWCA

finirebbero, altrimenti, per beneficiare di fondi pubblici, in contrasto con i fondamentali obiettivi della risoluzione (sui quali si veda *supra* al §5.4). Tuttavia, ci si potrebbe domandare se, ai fini della determinazione del valore delle attività e passività in uno scenario di liquidazione, debba altresì tenersi conto del contesto di mercato che si sarebbe determinato se non fosse stato concesso un sostegno pubblico (si pensi, ad esempio, agli effetti di un contagio sistemico sul valore di alcuni strumenti finanziari e, in particolare, sul valore dei derivati) ⁽²²⁷⁾. A tale dubbio sembra doversi dare una risposta negativa; la soluzione più convincente sembrerebbe infatti quella di ritenere che – ai fini della valutazione “successiva” – il sostegno pubblico debba considerarsi come integralmente restituito alla data della sottoposizione a risoluzione della banca ⁽²²⁸⁾. Ciò, ridurrebbe il margine di discrezionalità dell’esperto indipendente, che non sarebbe chiamato così al difficile compito di immaginare l’impatto sistemico che sarebbe derivato dal mancato sostegno pubblico della banca in crisi. Resta il dubbio se l’esperto debba, comunque, effettuare la valutazione successiva tenendo conto dell’impatto sistemico che sarebbe derivato dalla sottoposizione della banca ad una procedura ordinaria di insolvenza ⁽²²⁹⁾.

Civ492; in Italia, Cass., 17 novembre 2005, n. 23269, in *Foro it.*, 2007, I, 919, in merito all’intervento pubblico per la ricapitalizzazione del Banco di Napoli e Trib. Venezia, 16 gennaio 1974, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1975, II, pp. 292 ss., con riferimento all’operazione di salvataggio del Banco San Marco di Venezia), oltre che con la giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell’uomo nel caso della nazionalizzazione di Northern Rock (*Dennis Grainger and others v. United Kingdom*, decisione n. 34940/2010, in *RDS*, 2013, pp. 715 ss., con ampio commento di T. ARIANI, L. GIANI, *La tutela degli azionisti nelle crisi bancarie*, in *RDS*, 2013, pp. 721 ss.).

⁽²²⁷⁾ L’art. 5, comma 5, lett. e), della bozza di norme tecniche di cui alla nt. 225 prevede che l’esperto debba tenere conto delle «*expected market conditions within a given disposal period, including market depth and the ability of the market to exchange the relevant volume of assets within that periods*».

⁽²²⁸⁾ Tale soluzione coincide, peraltro, con quella sostenuta dalla Court of Appeal inglese in relazione alla vicenda della nazionalizzazione di Northern Rock (*Harbinger Capital Partners v. Caldwell and Another* [2013] EWCA Civ492).

⁽²²⁹⁾ Nel caso di sottoposizione di una banca a risoluzione, la definizione del presupposto oggettivo della risoluzione (e, in particolare, il requisito dell’interesse pubblico, v. *supra* al §7.4) dovrebbe consentire di supporre, in tutti i casi, la sussistenza di ricadute sistemiche nello scenario ipotetico di una liquidazione concorsuale. Sul tema, si veda anche G. JACOBS, D. MITCHELL, *The no-creditor-worse-off principle from a valuation perspective: standing in the shoes of a hypothetical liquidator*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2014, pp. 233 ss. e, ivi, p. 234, secondo i quali l’esperto dovrà comunque assumere, ai fini della sua valutazione, che venga messo in atto qualche meccanismo per la salvaguardia della stabilità sistemica, e P. ATHANASSIOU, *Valuation in resolution and the “no-creditor-worse-off principle”*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2014, pp. 16 ss. e, ivi, p. 20.

La complessità della valutazione “successiva” dipende, inoltre, dalla necessità di neutralizzare, ai fini della valutazione, tutti i fatti e le circostanze che non si erano verificati alla data di sottoposizione della banca a risoluzione e, in ogni caso, che a tale data non avrebbero potuto essere percepiti nella loro portata rilevante nell’ottica della determinazione del ricavato della liquidazione ⁽²³⁰⁾.

Un ulteriore elemento di incertezza in merito a tale valutazione riguarda la prospettiva da assumere nel compimento della valutazione “successiva”: benché si dica nella bozza di norme tecniche che la valutazione debba essere realizzata in uno scenario di cessazione dell’attività, non si può astrattamente escludere che il ricorso alla procedura concorsuale ordinaria comporti la perdita integrale della continuità ⁽²³¹⁾. La liquidazione coatta amministrativa consente, infatti, la liquidazione di beni e rapporti giuridici in blocco. La domanda dunque è: l’esperto deve necessariamente fondare la valutazione su un’ipotesi di liquidazione atomistica dei beni e rapporti giuridici della banca o può, ipoteticamente, sostituirsi nelle valutazioni che avrebbe fatto un commissario liquidatore in caso di sottoposizione della banca a liquidazione coatta amministrativa?

In ordine a tale alternativa, la fondamentale funzione di tutela assolta dalla valutazione successiva quale presidio del principio dell’assenza di pregiudizio (il cui rispetto è richiesto anche ai fini della compatibilità costituzionale della disciplina della risoluzione, v. *supra* §6.1 e *infra* Cap. IV, §6.1) suggerirebbe di optare per la seconda soluzione: l’esperto indipendente dovrebbe identificare i beni e rapporti giuridici che

⁽²³⁰⁾ Volendo esemplificare, la valutazione successiva non potrebbe basarsi, ai fini della determinazione del valore di alcuni titoli sovrani in uno scenario di liquidazione della banca, sul fatto che lo stato sovrano emittente è stato salvato, impedendo un *default* che alla *resolution date* appariva inevitabile. Cfr. art 1, comma 3, bozza di norme tecniche relative alla valutazione della differenza di trattamento elaborate dall’EBA (cfr. nt. 225).

⁽²³¹⁾ Il mantenimento della banca in continuità (*going concern*) sembra difficile da ipotizzare ai fini della valutazione successiva se ci si basa sul presupposto che la banca sia assoggettata alle procedure ordinarie di insolvenza, senza alcuna forma di sostegno finanziario pubblico. Al riguardo, la relazione alla bozza di norme tecniche relative alla valutazione della differenza di trattamento elaborate dall’EBA (cfr. nt. 225) pare contemplare solo l’ipotesi in cui la valutazione successiva venga fatta assumendo uno scenario di *gone concern*. Tuttavia, nell’improbabile ipotesi in cui sia, in concreto, ragionevole ritenere che sarebbe potuto preservare la continuità in uno scenario di liquidazione concorsuale, deve ritenersi che il rispetto dei fondamentali diritti degli azionisti e creditori richiede che la valutazione successiva si fondi su una prospettiva di parziale o integrale continuità dell’azienda bancaria. Ciò sembrerebbe potersi desumere dalle argomentazioni utilizzate dalla Corte Europea dei Diritti dell’Uomo e del Cittadino nel caso Northern Rock (*D. Grainger and others v. the United Kingdom*, decisione n. 34940/10 del 10-7-2012, in *RDS*, 2013, pp. 721 ss.).

sarebbero stati, in concreto, suscettibili di essere liquidati in blocco e, ove ritenuto conveniente per azionisti e creditori, assumere tale ipotesi come base per il calcolo del trattamento minimo ai fini dell'applicazione del principio dell'assenza di pregiudizio ⁽²³²⁾. L'esperto indipendente dovrebbe, quindi, provare ad ipotizzare le scelte che sarebbero state prese, nella situazione specifica, dagli organi della procedura anche rispetto alle altre alternative che la procedura ordinaria di insolvenza avrebbe posto loro: ad esempio, rispetto all'escussione o alla cessione in blocco di crediti della banca o al bilanciamento tra rapidità della liquidazione e massimizzazione del valore di realizzo. Il compito dell'esperto, sotto questo profilo, risulta estremamente arduo.

A tutto ciò si aggiunge l'ulteriore elemento di complessità rappresentato dal fatto che, quando la banca ha carattere transnazionale, può rendersi necessario ipotizzare l'utilizzo di diverse procedure ordinarie di insolvenza, considerare gerarchie diverse di crediti in base alla disciplina applicabile per ciascuna passività e tenere conto degli effetti della mancanza di efficaci meccanismi di coordinamento tra procedure concorsuali nazionali anche in ambito europeo, come ampiamente dimostrato dalla recente crisi finanziaria ⁽²³³⁾.

In definitiva, la complessità delle analisi richieste all'esperto indipendente lascia presagire tempi molto lunghi per il completamento della valutazione "precedente", malgrado si richieda che tale valutazione debba essere iniziata «*il più presto possibile*» (art. 74, par. 1, BRRD). Infatti, a distanza di molto tempo, fattori esterni e successivi alla risoluzione (e, quindi, non rilevanti ai fini della valutazione successiva) potrebbero rendere del tutto irrealistico il confronto oggetto della valutazione (si pensi, ad esempio, al valore delle azioni attribuite ai creditori sottoposti a *bail-in*, che potrebbe essere radicalmente mutato nel tempo per effetto di eventi successivi alla risoluzione),

⁽²³²⁾ In questo senso, sembrerebbe l'art. 5, comma 3, lett. b) della bozza di norme tecniche di cui alla nt. 225. Sul tema, si veda anche G. JACOBS, D. MITCHELL, *The no-creditor-worse-off principle from a valuation perspective: standing in the shoes of a hypothetical liquidator*, cit., p. 233, secondo i quali «*The essence of an NCWO valuation requires the valuer to put himself in the shoes of the hypothetical liquidator at the time of the assumed liquidation and form a view as to how the liquidator would have sought to realise the assets, and how much he would have realised*».

⁽²³³⁾ Ci si riferisce, in particolare, al fenomeno del c.d. *ring fencing*, per una descrizione del quale si rimanda al §2. Tale problematica è evidenziata anche da K.P. WOJCIK, *The significance and limits of the "no creditor worse off" principle for an effective bail-in*, in *From Monetary Union to Banking Union, on the way to Capital Markets Union. New opportunities for European integration.*, ECB Legal Conference, 2015, pp. 253 ss. e, ivi, p. 258.

attribuendo o negando, così, il diritto a ricevere un'indennità dal Fondo di risoluzione in maniera potenzialmente ingiustificata agli occhi dell'opinione pubblica.

CAPITOLO III

LA RICAPITALIZZAZIONE INTERNA (*BAIL-IN*) COME MEZZO DI SUPERAMENTO DELLA CRISI DELLA SOCIETÀ PER AZIONI BANCARIA

SOMMARIO: 1. Il *bail-in* come ricapitalizzazione “interna” della banca – 2. Riconduzione ad unità di uno strumento geneticamente duplice: *write down* e *bail-in* – 3. I fondi propri e le passività soggette a *bail-in* – 3.1. I fondi propri – 3.2. Le passività ammissibili: approccio onnicomprensivo – 3.3. (Segue) Le esenzioni di portata generale – 3.4. (Segue) Facoltà di esenzione discrezionale di passività – 3.5. La destinazione del “surplus di risoluzione” e il problematico trattamento dei crediti contestati – 4. L’essenziale pianificazione del *bail-in*: requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (c.d. MREL) – 5. L’applicazione del *bail-in* alle passività ammissibili – 5.1. L’ordine di assorbimento delle perdite – 5.2. La determinazione del tasso di conversione – 5.3. (Segue) La “diluizione significativa” dei vecchi soci – 5.4. La riduzione e conversione in azioni delle passività – 5.5. (Segue) Particolarità nel caso di *bridge bank* e crisi di gruppo – 5.6. Tutela degli azionisti e creditori. Gli stringenti limiti al potere di “write up” – 6. La stretta via della condivisione degli oneri per il ricorso al finanziamento pubblico della risoluzione – 7. La gestione della società dopo il *bail-in* – 7.1. La riorganizzazione aziendale quale necessario complemento della ripatrimonializzazione – 7.2. L’eventuale esercizio delle azioni di responsabilità e delle revocatorie fallimentari.

1. Il *bail-in* come ricapitalizzazione “interna” della banca

Nel dettare una disciplina della risoluzione delle banche la cui crisi – per le dimensioni e la complessità dell’attività esercitata – pone una minaccia alla stabilità del sistema finanziario, la direttiva BRR sembra porre lo strumento del *bail-in* al centro del sistema ⁽¹⁾. Ciò emerge sia da un esame esteriore della disciplina della risoluzione, sia da un’analisi più profonda di carattere sistematico.

⁽¹⁾ Invero, nella fase iniziale del processo istituzionale che ha condotto all’elaborazione della direttiva BRR, lo strumento del *bail-in* era stato inteso come una *extrema ratio* nell’ambito della risoluzione (che è già, come visto, soluzione di ultima istanza, v. *supra* Cap. II, §7) cui ricorrere solo

Sotto il primo profilo, il dato normativo testuale evidenzia subito il numero di disposizioni dedicate al *bail-in* (ben 13 articoli, dall'art. 43 all'art. 55 della direttiva), a fronte di una disciplina considerevolmente più scarna per gli altri strumenti di risoluzione (complessivamente soltanto 8 articoli, artt. 38-42 e 56-58 della direttiva). Per queste ragioni e alla luce della portata innovativa del *bail-in* sotto il profilo del coordinamento tra diritto societario e concorsuale (storicamente assente, v. *supra* Cap. I, §3), la dottrina ha ben presto percepito la centralità dello strumento del *bail-in*, dedicando ad esso numerosi approfondimenti prima ancora che la relativa disciplina fosse compiutamente definita a livello di istituzioni europee ⁽²⁾.

Sotto il secondo profilo, il rispetto del requisito del *burden sharing* previsto in materia di aiuti di stato e i più stringenti requisiti in tema di condivisione degli oneri previsti dalla disciplina della risoluzione, condizionano qualsiasi forma di intervento pubblico di sostegno al presupposto che un ammontare variabile dei costi della crisi, in considerazione della tipologia di intervento, siano posti a carico degli azionisti e dei creditori della banca (sul tema si veda più ampiamente *infra* al §6). Tale risultato, benché possa essere ottenuto anche con strumenti di risoluzione diversi (si pensi, ad esempio, allo strumento dell'ente-ponte³), può essere raggiunto in maniera diretta,

quando gli altri strumenti di risoluzione fossero risultati inidonei a consentire di rimuovere la situazione di dissesto o di rischio di dissesto della banca. Sul punto, si veda, ad esempio, il documento di consultazione pubblicato dalla Commissione europea in data 6 gennaio 2011, *Consultation on technical details of a possible European crisis management framework*, reperibile all'indirizzo ec.europa.eu/internal_market/consultations/2011/crisis_management_en.htm, p. 86. Solo in una fase più avanzata del processo legislativo che ha condotto all'adozione della direttiva BRR è emersa la centralità del *bail-in* nel contesto degli strumenti di risoluzione.

⁽²⁾ Cfr. B.J. ATTINGER, *Crisis management and bank resolution: Quo vadis, Europe?*, cit.; J.C. COFFEE JR., *Bail-Ins Versus Bail-Outs: Using Contingent Capital to Mitigate Systemic Risk*, cit.; S. GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, cit.; T.F. HUERTAS, *The Road to Better Resolution: From Bail-Out to Bail-In*, inedito, 2010, reperibile all'indirizzo www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers/PDF/SP195.pdf; J. ZHOU, V. RUTLEDGE, W. BOSSU, M. DOBLER, N. JASSAUD, M. MOORE, *From bail-out to bail-in: mandatory debt restructuring of systemic financial institutions*, IMF Staff Discussion Notes, 2012, reperibile all'indirizzo www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=25858.0.

⁽³⁾ L'effetto di trasferimento delle perdite sugli azionisti e i creditori è raggiunto dallo strumento dell'ente-ponte in maniera indiretta. Ciò, in quanto la disciplina delle risoluzioni bancarie impone che la *bridge bank* – società sotto il controllo pubblico cui è trasferita, in tutto o in parte, l'azienda bancaria – abbia sempre un patrimonio netto positivo (cfr. art. 40, par. 3, BRRD, che prevede che «il valore complessivo delle passività cedute a tale ente [ponte] non superi il valore totale dei diritti e delle attività ceduti dall'ente soggetto a risoluzione o provenienti da altre fonti», e il coincidente art. 25, par. 3, Reg. SRM). Pertanto, le perdite sono allocate sugli azionisti della banca sottoposta a risoluzione e su quei creditori la cui pretesa non è trasferita alla *bridge bank*, ma continuerà ad essere esercitabile solo sul patrimonio della banca sottoposta a risoluzione (che, per effetto del trasferimento alla *bridge bank* di un complesso

istantanea e sicura mediante lo strumento del *bail-in*. In questa prospettiva, il *bail-in* – oltre ad avere di per sé un potenziale risolutivo della crisi bancaria – assume una funzione servente rispetto agli altri strumenti di risoluzione, assicurando la presenza delle condizioni affinché possano operare i meccanismi di intervento pubblico a sostegno della risoluzione ⁽⁴⁾.

Da un punto di vista etimologico, il termine *bail-in* trae la sua origine da un “gioco di parole” che mette lo strumento in esame in contrapposizione con il c.d. *bail-out*, ossia il salvataggio di un’impresa in crisi da parte di un soggetto esterno ⁽⁵⁾. Nel caso del *bail-in*, infatti, le risorse necessarie per garantire la prosecuzione dell’attività bancaria sono trovate all’interno della banca stessa, tra coloro che vi hanno già investito (in specie, azionisti e alcune categorie di creditori). In estrema sintesi, il *deficit* patrimoniale dell’intermediario in crisi viene coperto in tempi rapidissimi tramite la cancellazione, fino a concorrenza della perdita verificatasi, di pretese verso la banca (azioni e alcuni crediti) e la conversione in azioni della parte di passività necessaria affinché possa essere ricostituito un patrimonio netto sufficiente (art. 52, comma 2, lettere *b*, *c*, *d* ed *e*, Decreto BRR) ⁽⁶⁾. Entrambe le operazioni devono essere condotte

di rapporti aventi valore economico positivo, risulterà ancor meno capiente). La banca sottoposta a risoluzione – avendo ceduto alla *bridge bank* la parte di azienda bancaria la cui continuazione è necessaria per garantire la stabilità del sistema finanziario – potrà essere sottoposta ad una procedura ordinaria di insolvenza (nella specie, mediante la liquidazione coatta amministrativa).

⁽⁴⁾ Lo stretto collegamento tra requisiti in tema di *burden sharing* previsti in materia di aiuti di stato e utilizzo dello strumento del *bail-in* è stata subito evidente, come testimoniato dallo scambio di corrispondenza avvenuto, nell’immediatezza della pubblicazione della Comunicazione, tra il Commissario Joaquin Almunia e il presidente della BCE Mario Draghi. Il contenuto di tale corrispondenza – mai pubblicato per intero, ma comunque riportato nella sostanza dalla stampa – riguardava il timore da parte del Presidente della BCE che – per effetto della Comunicazione e, in particolare, della necessità di ricorrere sempre ad un *bail-in* per poter fornire supporto pubblico ad una banca in crisi – si fosse reso più difficile per le banche non del tutto solide reperire capitali di credito.

⁽⁵⁾ La “paternità” del termine *bail-in* viene spesso attribuita ad un articolo apparso nel gennaio 2010 su *The Economist* (P. CALELLO, W. ERVIN, *From bail-out to bail-in*, cit.). Tuttavia, tale termine sembra fosse, già in precedenza, di comune utilizzo per indicare meccanismi di coinvolgimento dei creditori nella crisi, con riferimento tuttavia al tema delle crisi sovrane (cfr. N. ROUBINI, *Bail-in, burden-sharing, private sector involvement (PSI) in crisis resolution and constructive engagement of the private sector. a primer: evolving definitions, doctrine, practice and case law*, 2000, reperibile all’indirizzo people.stern.nyu.edu/nroubini/papers/psipaper.pdf; B. EICHENGREEN, C. RUEHL, *The bail-in problem: systematic goals, ad hoc means*, in *Economic Systems*, 25, pp. 3 ss.).

⁽⁶⁾ Restano escluse da tale disciplina alcune passività, a prescindere dal loro rango, tra le quali si segnalano, in particolare, i depositi garantiti. L’esclusione di queste passività dalla disciplina del *bail-in* si fonda sulla circostanza che, in caso di loro cancellazione o conversione in capitale, si porrebbero – come si vedrà meglio *infra* al §3.3 – problemi di stabilità per il sistema finanziario.

nel rispetto (tendenziale, come si dirà meglio al §5.1) della gerarchia concorsuale e della parità di trattamento tra titolari di pretese pariordinate (sul tema, v. *supra* Cap. II, §6.2).

In tal modo, ripatrimonializzando la banca in crisi, si ripristinando le condizioni affinché essa possa essere percepita sul mercato come solida. Ciò, dovrebbe consentire alla banca di ottenere in tempi rapidi la liquidità necessaria al fine di scongiurare il rischio di *shock* finanziari, tramite la concessione di finanziamenti da parte di privati (prevalentemente, altre banche) oppure – in mancanza di privati disposti a finanziare (come potrebbe accadere, ad esempio, nel contesto di una crisi ampiamente diffusa nel sistema bancario) – mediante interventi pubblici da parte del Fondo di risoluzione o da parte della BCE (ad esempio, tramite la concessione di liquidità di emergenza⁷) che, per non essere sottoposti agli stringenti limiti posti per gli aiuti di stato (v. *infra* §6) e non dar luogo (nuovamente) ad una situazione di dissesto o di rischio di dissesto (v. *supra* Cap. II, §7.1), devono essere effettuati in favore di enti creditizi che appaiano in grado di far fronte all’obbligo di rimborso⁽⁸⁾.

Al riguardo, un esempio numerico può aiutare a comprendere meglio, seppure in prima approssimazione, il funzionamento dello strumento del *bail-in*. Si ipotizzi una perdita di 12 a carico di una banca con patrimonio netto di 10 (composto da 8 di capitale sociale e 2 di strumenti di capitale imputabili a patrimonio netto) e un passivo totale di 90 (composto da 6 di passività subordinate computabili nei fondi propri, 44 di passività chirografarie e 40 di passività garantite). La banca descritta, per effetto della perdita, viene a trovarsi, dunque, con un patrimonio netto negativo di 2. Il

(7) Con riferimento alle modalità con cui può essere concessa la liquidità di emergenza (*Emergency Liquidity Assistance*, c.d. PELA), si veda il documento pubblicato dalla Banca Centrale Europea “*Procedure per l'erogazione di liquidità di emergenza*” pubblicata nell’ottobre 2013 e disponibile all’indirizzo www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/201402_elaprocedures.it.pdf?80e4911d602820cf82044f661b6c5481.

(8) In merito al reperimento della liquidità di cui la banca in crisi potrebbe necessitare, l’effetto della ripatrimonializzazione dell’ente conseguente al *bail-in* sostanzialmente equivale – come rileva L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., p. 171 (nt. 53) – ad «una sorta di predeuzione attuata (non mediante antergazione del prestito successivo, ma) mediante postergazione di alcuni dei crediti anteriori, fino al ripristino dell’equilibrio patrimoniale del finanziato».

Sul tema delle esigenze di liquidità di una banca sottoposta a *bail-in*, seppure rispetto al meccanismo corrispondente previsto dal Dodd-Frank Act, si veda D.A. SKEEL JR., *Single Point of Entry and the Bankruptcy Alternative*, cit., p. 332. Diversamente, appare scettico in merito alla possibilità che una banca soggetta a *bail-in* possa rifinanziarsi in termini sufficientemente rapidi S. MADAUS, *Helping Europe's Zombie Banks? Open Questions Regarding the Designated Use of the European Bank Resolution Regime*, 2014, disponibile su SSRN, pp. 7 ss.

ricorso al *bail-in* permetterebbe di ricostituire il patrimonio netto (che deve essere almeno pari a 10) tramite: l'azzeramento del *deficit* patrimoniale mediante la cancellazione integrale delle azioni e degli strumenti di capitale imputabili a patrimonio netto oltre alla riduzione *pro quota* delle passività subordinate (per un ammontare di 2); la successiva conversione in azioni del residuo valore delle passività subordinate (pari a 4) e, *pro quota*, delle passività chirografarie (per un ammontare di 6). All'esito del *bail-in*, la banca avrebbe pertanto un patrimonio netto di 10 (composto integralmente da azioni attribuite ai creditori subordinati e chirografari le cui pretese sono state convertite, eventualmente secondo tassi di cambio diversi, v. *infra* §5.2) e 78 di passività (38 di passività chirografarie e 40 di passività garantite).

Quanto appena descritto mette in evidenza come il *bail-in* sia un salvataggio in continuità di una banca in crisi tramite l'utilizzo di risorse in essa già investite ⁽⁹⁾. Alla luce di tale natura del *bail-in*, appare particolarmente felice la scelta fatta dalla maggioranza degli Stati membri – diversamente da quanto accaduto nel nostro Paese – di attuare la direttiva BRR traducendo nella propria lingua ufficiale il termine *bail-in* con espressioni equivalenti a “salvataggio interno”, “ricapitalizzazione interna” o “coinvolgimento dei creditori” ⁽¹⁰⁾. Tali locuzioni, infatti, esprimono meglio la vera essenza dello strumento e ne evidenziano, con chiarezza, le principali conseguenze, consistenti nel far sì che le banche si autoassicurino rispetto al rischio di dissesto ⁽¹¹⁾

⁽⁹⁾ Ciò, peraltro, in maniera tendenzialmente coerentemente con il principio secondo cui il controllo deve essere trasferito, in caso di crisi, agli effettivi titolari di pretese residuali verso la società (sul tema, in generale, si veda quanto detto *supra* al Cap. I, §1.2 e §2.3)

⁽¹⁰⁾ Si veda, ad esempio, quanto avvenuto in Francia e in Belgio, ove si è previsto che il *bail-in* sia indicato con il nome «*renflouement interne*», ossia salvataggio interno (cfr. artt. L613-55 ss. del *Code monétaire et financier* francese; la legge belga del 25 aprile 2014, reperibile all'indirizzo www.stibbe.com/~media/3%20news/newsletters/brussels/moniteur%20staatsblad.pdf), in Austria e Germania ove vi si è attribuito la denominazione di «*gläubigerbeteiligung*», ossia strumento di “coinvolgimento del creditore” (si veda il §85 della legge federale n. 98/2014 e il §90 della legge di recepimento tedesca “*BRRD-Umsetzungsgesetz*” del 6 novembre 2014), in Finlandia ove il *bail-in* è stato attuato nell'ordinamento interno con il nome di «*velkojen arvonalentaminen ja muuntaminen*», ossia “svalutazione e conversione delle passività” (cfr. legge “*luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten kriisinratkaisusta*” n. 1194/2014) e in Portogallo e Spagna, ove la normativa di attuazione parla di *bail-in*, rispettivamente, come «*recapitalização interna*» (cfr. art. 145.ºU della Loi n. 63-A/2008, come modificata dalla Loi n. 23-A/2015) e «*recapitalización interna*» (cfr. *Ley de recuperación y resolución de entidades de crédito* approvata in data 11 giugno 2015).

⁽¹¹⁾ Si veda J.N. GORDON, W.G. RINGE, *Bank Resolution in the European Banking Union: A Transatlantic Perspective on What it Would Take*, cit., p. 2, p. 37; J. ZHOU, V. RUTLEDGE, W. BOSSU, M. DOBLER, N. JASSAUD, M. MOORE, *From Bail-out to Bail-in: Mandatory Debt Restructuring of Systemic*

e, per l'effetto, internalizzino i costi relativi ad una loro eventuale crisi (non diversamente da quanto costituisce, da sempre, la normalità per le società non bancarie, che non beneficiano di una garanzia sovrana) ⁽¹²⁾. Le banche pagano un "premio" (sotto forma di interessi sulle passività emesse) proporzionato al rischio che l'"evento assicurato" (ossia, la sottoposizione della banca a *bail-in*) si verifichi ⁽¹³⁾. A ben vedere, tuttavia, tale "premio" non è diverso dal "premio" che tutte le imprese pagano, sotto forma di interessi, ai propri finanziatori al fine di remunerare il rischio di mancato o parziale rimborso per effetto della crisi di impresa.

L'internalizzazione dei costi di un'eventuale dissesto bancario dovrebbe ovviare ad alcuni dei problemi evidenziati *supra* nel Capitolo II, §2. Ciò, sia nella prospettiva *ex ante* (si pensi al rischio di eccessiva assunzione di rischi, alla frammentazione del mercato unico lungo i confini nazionali e all'abbraccio "mortale" tra solidità dei conti pubblici e solidità delle banche), sia nella prospettiva *ex post* della gestione delle crisi bancarie (si ricordino i rischi di contagio e di ripercussioni sull'economia reale che

Financial Institutions, in *IMF Staff Discussion Note*, 2012, p. 7. In Italia, per qualche spunto al riguardo, si veda L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., p. 171 (nt. 52).

⁽¹²⁾ Poiché gli investitori pretenderanno, in contropartita, un rendimento direttamente proporzionale al rischio di crisi della banca al netto dei cc.dd. fallimenti del mercato, tra cui in particolare la presenza di asimmetrie informative), l'effetto finale è quello di internalizzare i costi dell'eventuale crisi della banca (che, altrimenti, graverebbero sulla collettività sotto forma di costi pubblici per il salvataggio o di costi diffusi imposti sul sistema finanziario e sull'economia reale in conseguenza del fallimento di una banca).

La dottrina giuseconomica ha, ormai da tempo, messo in luce l'effetto di internalizzazione delle esternalità negative derivante dall'imposizione di forme obbligatorie di assicurazione. In merito, i settori di elezione rispetto a cui è stato affrontato tale tema sono quello dell'assicurazione obbligatoria per la responsabilità civile da circolazione di veicoli (cfr. L. PRIEST, *L'assicurazione obbligatoria per la circolazione degli autoveicoli negli US*, in *Quadrimestre*, 1990, pp. 33 ss.) e quello della responsabilità per danni ambientali (cfr. J. BOYD, *Financial Responsibility for Environmental Obligations: Are Bonding and Assurance Rules Fulfilling Their Promise?*, in *Research in Law and Economics*, 2002, 20, pp. 417 ss.). In entrambi i casi, quando il soggetto che esercita l'attività suscettibile di causare danni può attendersi di non disporre di risorse sufficienti per risarcire integralmente gli eventuali danni effettivamente causati con la sua attività, la parte di danno atteso che non verrebbe risarcita rappresenta un'esternalità negativa posta a carico della collettività (e, nella specie, di colui che subirà effettivamente il danno tra tutti i soggetti esposti al relativo rischio).

⁽¹³⁾ In passato, tuttavia, le banche non avevano mai dovuto remunerare i propri finanziatori in termini adeguati rispetto all'effettivo rischio di essere coinvolte da una crisi. Ciò, in quanto i finanziatori potevano fare affidamento sull'implicita garanzia sovrana che gli stati erano soliti concedere, tacitamente, in mancanza di strumenti giuridici idonei a consentire la gestione ordinata di una crisi bancaria (v. *supra* Cap. II, §2). Con riferimento all'impatto della disciplina della risoluzione sui costi della raccolta, si veda *infra* Cap. IV, §1.

possono derivare dalla repentina interruzione delle attività bancarie e da una liquidazione disorganizzata del patrimonio della banca in crisi) (14).

2. Riconduzione ad unità di uno strumento geneticamente duplice: *write down* e *bail-in*

Nel paragrafo precedente si è descritto, in prima approssimazione, il *bail-in* come uno strumento di ricapitalizzazione “interna” della banca in crisi mediante il quale si ripatrimonializza rapidamente l’intermediario incidendo sulle sue passività. Più precisamente, il *bail-in* prevede che si proceda alla cancellazione delle passività partendo da quelle più subordinate (e, quindi, *in primis*, dalle azioni) e, una volta azzerata in tal modo la perdita, si converta in azioni le passività (sempre partendo da quelle più subordinate, tra quelle non già cancellate) nella misura necessaria per ripristinare un patrimonio netto sufficiente per l’esercizio dell’attività bancaria (15).

Appare chiaro, dunque, come la ricapitalizzazione “interna” della banca avvenga modificando la struttura finanziaria della stessa, secondo una successione continua che prende avvio dal capitale di rischio e arriva sino al capitale di debito senza che vi sia alcuna discontinuità dal punto di vista funzionale (16). Dal punto di vista dell’allocazione del valore, si raggiungono risultati – come si dirà meglio nel Capitolo IV – non dissimili da quelli perseguiti dai meccanismi di trasferimento del controllo tradizionalmente posti a presidio del principio di correlazione tra potere di

(14) Non manca, tuttavia, chi ha espresso perplessità in merito all’idoneità dello strumento del *bail-in* ai fini della gestione ordinata della crisi di intermediari bancari di rilevanza sistemica. Si veda, in particolare, S. MADAUS, *Helping Europe's Zombie Banks?—Open Questions Regarding the Designated Use of the European Bank Resolution Regime*, cit., pp. 7 ss.; E. AVGOULEAS, C. GOODHART, *Critical Reflections on Bank Bail-ins*, cit., pp. 21 ss., i quali affermano: «*In our view, market propensity to resort to herding during shocks means that it is not realistic to believe that generalized adoption of bail-in mechanisms would not trigger contagious consequences that would have a destabilizing effect*» (p. 22).

(15) L’ordine con cui il *bail-in* opera sulle passività della banca in crisi rispecchia «*la gerarchia applicabile in sede concorsuale*», tenendo anche «*conto delle clausole di subordinazione*» contrattuali (art. 52, comma 2, Decreto BRR). Il rispetto di questa gerarchia tra le passività è, tuttavia, soltanto tendenziale, dal momento che – come vedremo meglio – alcune passività puntualmente individuate dalla direttiva sono escluse dall’operatività del *bail-in* (sul punto, si veda *infra* §3.3) ed altre possono essere specificamente escluse per decisione dell’autorità (v. *infra* §3.4).

(16) Per alcune riflessioni sul valore del superamento della tradizionale dicotomia tra capitale di rischio e capitale di debito, si veda *infra* Capitolo IV §7.2.

controllo e rischio di impresa. In quest'ottica, il *bail-in* potrebbe essere efficacemente descritto come una procedura concorsuale “virtuale” ad esecuzione istantanea.

L'assenza di momenti di discontinuità tra l'esercizio dei poteri di riduzione e conversione sulle azioni e sugli altri strumenti di capitale (capitale di rischio) e l'esercizio dei medesimi poteri sui debiti della banca (capitale di debito) è confermata dalla stessa normativa europea che identifica come unitario il potere di riduzione e conversione degli strumenti di capitale e delle passività⁽¹⁷⁾. A ciò si aggiunga che, dal punto di vista sostanziale, l'esercizio del potere di riduzione e conversione può, in taluni casi, condurre al superamento dello squilibrio patrimoniale attribuendo agli azionisti e ai creditori un trattamento coincidente sotto il profilo qualitativo: infatti, quando il *bail-in* è applicato in presenza di un patrimonio netto positivo, sebbene insufficiente ai fini della prosecuzione dell'attività, i “vecchi” azionisti non devono essere integralmente cancellati, ma sono solamente diluiti per effetto della conversione di parte delle pretese creditorie in partecipazioni sociali (art. 55 Decreto BRR, in attuazione dell'art. 47, par. 1, lett. b, della direttiva BRR)⁽¹⁸⁾.

A fronte, tuttavia, dell'unità logico-funzionale della descritta operazione di ricapitalizzazione “interna” della banca in crisi, la normativa europea mostra un'ambiguità di fondo sia sul piano della disciplina, sia su quello terminologico. Il potere di riduzione e conversione si articola in due diverse fattispecie a seconda che ad essere coinvolti siano solo gli strumenti di capitale e le passività computabili nei fondi propri oppure anche le passività ammissibili: nel primo caso, la direttiva parla genericamente di potere di «*svalutazione o conversione di strumenti di capitale*», senza qualificare tale potere come uno strumento benché nella prassi ci si riferisca ad esso come “*write down*”⁽¹⁹⁾; nel secondo caso, ove il potere di riduzione e conversione

(17) La direttiva BRR definisce il «*potere di svalutazione e conversione*» come potere di cancellare e convertire sia azioni e altri strumenti di capitale, sia le passività della banca (art. 1, par. 1, n. 66, che richiama sia l'art. 59, par. 2, sia l'art. 63, par. 1, lettere da e a i, BRRD).

(18) L'art. 55, comma 1, secondo periodo, del Decreto BRR prevede che «*se la conversione è disposta quando il patrimonio netto del soggetto al quale è applicato il bail-in ha valore positivo, il tasso di conversione è definito in modo da diluire in maniera significativa gli azionisti e i titolari di altre partecipazioni*». Sul significato da attribuire al dovere di diluire «*in maniera significativa*» gli azionisti previsto dall'art. 55, si veda *infra* §5.2.

(19) La direttiva disciplina lo strumento del *write down* all'art. 59, ove parla di «*write down or conversion*» (nella versione inglese) e di «*svalutazione o [...] conversione*» (nella versione italiana). Nel nostro ordinamento, tale strumento è stato disciplinato all'art. 27 Decreto BRR, con una formulazione leggermente diversa da quella della direttiva («*riduzione o conversione di azioni, di altre partecipazioni e di strumenti di capitale*»).

coinvolga anche passività non computabili nei fondi propri, il legislatore europeo inquadra l'esercizio di tale potere nell'ambito di uno strumento di risoluzione, il *bail-in*.

A tale differenza terminologica si accompagnano, tuttavia, anche rilevanti conseguenze sul piano della disciplina applicabile: il *write down* può infatti avvenire anche al di fuori della risoluzione e, in tal caso, gli azionisti e i titolari di pretese computabili nei fondi propri sono privi della protezione offerta dalla valutazione “successiva” e, dunque, non riceverebbero alcuna indennità anche in caso di lesione del principio dell'assenza di pregiudizio (v. *supra* Cap. II, §8.3). Inoltre, come si vedrà più avanti al §5.5, gli azionisti e i titolari di strumenti di capitale di una banca appartenente ad un gruppo possono essere sottoposti ad un *write down* anche in caso di crisi di un'altra banca del gruppo (eventualmente vedendosi attribuire azioni della società capogruppo, anche laddove diversa da quella verso cui era diretta la pretesa convertita), qualora le loro pretese siano state computate ai fini del rispetto, su base consolidata, dei requisiti in materia di fondi propri. Nel caso di esercizio del medesimo potere nell'ambito di un *bail-in*, gli stessi soggetti contribuirebbero, invece, soltanto alla ricapitalizzazione della banca in cui hanno investito, salva la previsione di rapporti infragruppo idonei a realizzare un “contagio” controllato delle altre società in caso di crisi di una delle società del gruppo ⁽²⁰⁾.

Inoltre, il meccanismo di *write down* sembra porsi, rispetto allo strumento del *bail-in*, come un “di cui”, considerato che una riduzione o conversione delle azioni e degli altri strumenti di capitale può avvenire anche nel contesto di un *bail-in* ⁽²¹⁾. Il rapporto tra questi due meccanismi è ulteriormente complicato da fatto che il *write down* degli strumenti di capitale può combinarsi con gli strumenti di risoluzione e, tra

⁽²⁰⁾ È su questo meccanismo di “contagio” controllato che si basano i requisiti in tema capacità di assorbimento delle perdite elaborati dal Financial Stability Board e noti come TLAC (FSB, *Total Loss-Absorbing Capacity (TLAC) Principles and Term Sheet*, 9 novembre 2015, reperibile all'indirizzo www.fsb.org/2015/11/total-loss-absorbing-capacity-tlac-principles-and-term-sheet/). Sul tema, si ritornerà più ampiamente *infra* nel §4.

⁽²¹⁾ Infatti, la direttiva BRR, da un lato, prevede che lo «strumento del *bail-in*» sia «il meccanismo per l'esercizio, da parte di un'autorità di risoluzione, dei poteri di svalutazione e di conversione in relazione alle passività di un ente soggetto a risoluzione» (art. 1, par. 1, n. 57); dall'altro, stabilisce che, quando si procede alla svalutazione e conversione di passività tramite *bail-in*, l'autorità di risoluzione disponga del potere di svalutare e convertire *anche* gli strumenti di capitale (si veda il rinvio all'art. 63, par. 1, operato dall'art. 44, par. 1, e – in modo forse ancora più chiaro – quanto previsto dall'art. 48 BRRD).

questi, anche con il *bail-in* ⁽²²⁾. In sostanza, dalla normativa europea emerge un'ampia sovrapposizione tra *write down* e *bail-in*, in cui l'unico spazio di autonomia esistente per il *write down* sembra essere rappresentato dall'ipotesi della svalutazione e conversione dei *sol*i strumenti di capitale, senza che si incida sulle passività.

Il contrasto tra l'evidente nucleo comune del *write down* e del *bail-in* ⁽²³⁾ e la diversità delle conseguenze normative che discendono dall'applicazione dell'uno o dell'altro sembra potersi ricomporre solo tenendo a mente la genesi della direttiva BRR. Dai lavori preparatori di tale direttiva si evince infatti che, in una prima fase, l'operazione di ricapitalizzazione "interna" era stata considerata a tutti gli effetti unitaria, indipendentemente dalla natura dei diritti coinvolti ⁽²⁴⁾. Si è passati poi ad utilizzare i termini "*write down*" e "*bail-in*" sostanzialmente come sinonimi per descrivere l'operazione di ricapitalizzazione "interna" della banca in crisi ⁽²⁵⁾. Solo alla fine del processo normativo che ha condotto all'adozione della BRRD, è emersa la (fuorviante) distinzione giuridica e terminologica tra *write down* e *bail-in* ⁽²⁶⁾. Tale

⁽²²⁾ Il potere di *write down* sugli strumenti di capitale può essere esercitato dall'autorità di risoluzione indipendentemente o in combinazione con un'azione di risoluzione (art. 59 BRRD e, per la disciplina italiana di recepimento, art. 27 decreto BRR).

⁽²³⁾ In questo senso, si veda C. HADJIMMANUIL, *Bank Stakeholders' Mandatory Contribution to Resolution Financing: Principle and Ambiguities of Bail-In*, in *From Monetary Union to Banking Union, on the way to Capital Markets Union. New opportunities for European integration.*, ECB Legal Conference, 2015, pp. 225 ss. e, ivi, p. 234.

⁽²⁴⁾ Si veda, ad esempio, la Comunicazione della Commissione europea del 20 ottobre 2010 COM(2010)579, reperibile all'indirizzo eur-lex.europa.eu/procedure/EN/199766, nella quale non compare il termine *bail-in* e si parla esclusivamente di «*debt write down*» (diffusamente e, in particolare, pp. 11 ss.). Si veda, inoltre, il documento di consultazione della Commissione pubblicato in data 6 gennaio 2011, *Consultation on technical details of a possible European crisis management framework*, citato *supra* alla nt. 1, ove si parla dello strumento del «*debt write down*» come del potere dell'autorità di risoluzione «*exercisable when an institution meets the trigger conditions for entry into resolution, to write off all equity, and either write off subordinated debt or convert it into an equity claim*» (p. 87).

⁽²⁵⁾ Ad esempio, si veda l'analisi di impatto della Commissione europea sulla proposta di direttiva BRR del 6 giugno 2012 (SWD/2012/0167 final), ove si dice che «*The debt write-down tool (bail-in) could produce economic net benefits equal to 0.3-0.6 % of the EU's GDP annually*» (sottolineatura aggiunta). Si veda, inoltre, il documento di lavoro dal titolo *Discussion Paper on the Debt Write-Down Tool—Bail-In*, pubblicato nella seconda metà del 2011 dalla Direzione generale Mercato interno e servizi della Commissione europea e reperibile all'indirizzo ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/crisis-management/discussion_paper_bail_in_en.pdf, ove si alterna in maniera del tutto indifferente il termine «*bail-in tool*» e il termine «*debt write down tool*», descrivendo tale strumento come un «*tool by which Resolution authorities could be given a statutory power, exercisable when an institution meets the trigger conditions for entry into resolution, to write off all equity, and either write off subordinated liabilities or convert it into an equity claim*» (p. 3).

⁽²⁶⁾ Si veda, ad esempio, la proposta di Regolamento sul *Single Resolution Mechanism* del 10 luglio 2013 (poi adottato il 15 luglio 2014, Reg. UE n. 806/2014), dalla quale emerge con chiarezza la distinzione tra *write down*, come potere di riduzione e conversione di strumenti di capitale (art. 18), e

evoluzione sembra da ricondurre alla volontà di differenziare nettamente il nuovo meccanismo di ricapitalizzazione “interna” in due livelli diversi in base al grado di incisività sui diritti di coloro che hanno investito nella banca o vantano un credito verso di essa ⁽²⁷⁾. Il primo livello sarebbe quello del *write down*, con il quale ci si limiterebbe a cancellare o convertire le azioni e gli altri strumenti di capitale che hanno accettato espressamente il rischio di impresa ⁽²⁸⁾. Il secondo livello sarebbe invece quello del *bail-in*, cui si dovrebbe ricorrere solo quando il primo livello di intervento non fosse sufficiente ⁽²⁹⁾ e che inciderebbe – oltre che su coloro che hanno accettato espressamente il rischio di impresa (azionisti e titolari di strumenti di capitale) – anche sui creditori della banca (i quali sopportano il rischio di impresa solo in seconda battuta, quale rischio di non vedere le loro pretese rimborsate, v. *infra* Cap. IV, §7.2). Tale diversa valutazione della portata del potere di riduzione e conversione è espressa dalla direttiva BRR anche nel rinvio di un anno previsto per il recepimento da parte degli Stati membri dello strumento del *bail-in* (1° gennaio 2016), rispetto al termine di recepimento stabilito per le restanti disposizioni della direttiva, tra cui anche il potere di *write down* ⁽³⁰⁾.

Alla luce di queste considerazioni, il quadro dei rapporti tra *write down* e *bail-in* può essere ricostruito come segue:

bail-in, come strumento di riduzione e conversione di crediti (art. 24). La scelta di indicare l’operazione di riduzione o conversione di azioni o di altri strumenti di capitale con il termine *write down* – diversificandolo dal *bail-in* che avrebbe operato anche sulle passività non computabili nei fondi propri – sembra da ricondurre all’influenza dei lavori del Comitato di Basilea che, nel prevedere i criteri necessari affinché una passività possa essere inclusa tra gli strumenti aggiuntivi di classe 1 (e, dunque, negli strumenti di capitale), ha indicato la suscettibilità ad un «*write-down mechanism*» (cfr. “*Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*”, p. 17, pubblicata nel dicembre 2010 e rivista nel giugno 2011).

⁽²⁷⁾ Se nella sostanza tale istanza appare condivisibile, le modalità con cui è stata tradotta in via normativa dal legislatore europeo appaiono censurabili. Ciò non solo per quanto riguarda la mancata previsione di una valutazione “successiva” in caso di *write down* realizzato al di fuori della risoluzione di cui si è detto sopra, ma anche per la fuorviante scelta di distinguere tra *write down* e *bail-in*, piuttosto che limitarsi a disciplinare diversamente lo strumento unitario della ricapitalizzazione “interna” in relazione alla tipologia di diritti interessati.

⁽²⁸⁾ Per “azioni e altri strumenti di capitale” si intendono gli strumenti di capitale primario di classe 1 (azioni, riserve), gli strumenti aggiuntivi di classe 1 (ad esempio, strumenti finanziari partecipativi imputabili a patrimonio netto) e gli strumenti di classe 2 (ad esempio, prestiti subordinati), ai sensi di quanto previsto dal Regolamento (UE) n. 575/2013. Sul tema, si veda *infra* al §3.1.

⁽²⁹⁾ Ciò è realizzato prevenendo che l’articolato presupposto oggettivo della risoluzione richieda, affinché possa essere integrato, anche che la situazione di dissesto o di rischio di dissesto non possa essere superate mediante un *write down* (v. *supra* Cap. II, §7.3).

⁽³⁰⁾ Cfr. art. 130, par. 2 e 3, della BRRD.

(A) *al di fuori della risoluzione*, l'autorità può esercitare il potere di *write down* sulle azioni e sugli altri strumenti di capitale (*write down* c.d. “ristorativo”),

(B) *nell'ambito di una risoluzione*, l'autorità può:

(i) esercitare il potere di *write down* sulle azioni e sugli altri strumenti di capitale della banca sottoposta a risoluzione immediatamente prima o contestualmente all'applicazione di uno o più strumenti di risoluzione (*write down* c.d. “preparatorio”), oppure

(ii) utilizzare lo strumento del *bail-in* che, oltre a consentire di ridurre o convertire le azioni e gli altri strumenti di capitale, consente altresì di realizzare tali effetti sulle passività “ammissibili” (in merito alle quale, si veda *infra* §3).

In definitiva, lo spazio riservato al *write down* “ristorativo” dovrebbe essere identificato nell'ipotesi in cui la situazione di dissesto o di rischio di dissesto della banca non possa essere superata tramite misure alternative (soluzioni di mercato, interventi da parte di sistemi di tutela istituzionale o un'azione di vigilanza, v. *supra* Cap. II, §7.2) e la banca in crisi disponga di fondi propri in misura, complessivamente, adeguata, ma la composizione degli stessi non risponda ai requisiti prudenziali imposti dall'autorità di vigilanza ⁽³¹⁾. Quando un *write down* “ristorativo” non sarebbe sufficiente, occorre sottoporre la banca a risoluzione, eventualmente accompagnando la stessa con un *write down* c.d. “preparatorio” ⁽³²⁾.

⁽³¹⁾ Per *write down* “ristorativo” deve intendersi l'operazione di riduzione o conversione delle riserve, azioni e altri strumenti di capitale che, in relazione alle concrete condizioni della banca in crisi, appare sufficiente (eventualmente in combinazione con misure alternative *ex art.* 17, comma 1, lett. b, Decreto BRR) a rimuovere la situazione di dissesto o di rischio, così impedendo che risulti integrato il presupposto oggettivo per la risoluzione (v. *supra* Cap. II, §7.3). Il *write down* “ristorativo” non costituisce, pertanto, uno strumento di risoluzione, ma ha natura di misura di prevenzione della crisi, come espressamente previsto dall'art. 2, par. 1, n. 101, BRRD e dall'art. 1, comma 1, lett. *mm*), del Decreto BRR.

In merito all'ambito di applicazione del *write down* “ristorativo”, si ricordi però che esso è, a sua volta, condizionato dalla direttiva BRR alla concreta impraticabilità di interventi del settore privato e all'inadeguatezza delle azioni di vigilanza tra cui, in particolare, le misure di intervento precoce (in merito alla quali, si veda *supra* Cap. II, §7.2).

⁽³²⁾ Quando risulta integrato il presupposto oggettivo della risoluzione (che, come detto, include al suo interno l'inidoneità di un *write down* “ristorativo” a superare la crisi), l'autorità di risoluzione dà avvio alla risoluzione della banca in crisi. In tal caso, il *write down* può accompagnare o precedere l'azione di risoluzione, in funzione “preparatoria” della stessa. In questo senso dispone l'art. 27, comma 1, lett. *b*, Decreto BRR che, tuttavia, qualifica l'esercizio del potere di *write down* nell'ambito della risoluzione come una facoltà dell'autorità di risoluzione, da esercitare in occasione della predisposizione del programma di risoluzione (v. *supra* Cap. II, §5.4), diversamente da quanto fatto dalla Direttiva BRR che sembra qualificare il *write down* “preparatorio” come obbligatorio in tutti casi

3. I fondi propri e le passività soggette a *bail-in*

3.1. I fondi propri

Il Regolamento UE n. 575 del 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi, definisce i «fondi propri» come «la somma del capitale di classe 1 e del capitale di classe 2». Con ciò, malgrado la differenza lessicale, si chiarisce che per «fondi propri» devono intendersi quegli elementi che le disposizioni prudenziali nazionali hanno tradizionalmente identificato come “patrimonio di vigilanza”⁽³³⁾. All'interno di questa categoria, rientrano quegli elementi contabili passivi (capitale sociale, riserve, ecc.) che, in base ai relativi termini contrattuali, sono suscettibili di assorbire le eventuali perdite maturate dalla banca e hanno carattere di irredimibilità. Tali elementi – sulla base della loro “qualità” in termini di capacità di assorbimento delle perdite e di irredimibilità –devono essere ricondotti ad una delle diverse “classi” di fondi propri, sulle quali ci si soffermerà adesso, e rientrano, dal punto di vista contabile, nel patrimonio netto della banca oppure nel suo indebitamento.

Il «capitale di classe 1», che costituisce la prima componente dei fondi propri, si ripartisce a sua volta tra:

i) capitale primario di classe 1 della banca (c.d. *Common Equity Tier 1* o CET1), che comprende le riserve, il capitale rappresentato da azioni, l'eventuale relativo sovrapprezzo e gli altri elementi che sono ad essi assimilabili dal punto di vista della “qualità”⁽³⁴⁾;

per l'autorità di risoluzione (cfr. l'art. 59, par. 3, lett. a, BRRD che dispone «l'obbligo di esercitare senza indugio il potere di svalutazione o di conversione [...] in relazione agli strumenti di capitale [...] quando [...] è stato accertato che le condizioni per la risoluzione di cui agli articoli 32 e 33 sono state rispettate, prima che sia adottata qualsiasi azione di risoluzione»).

⁽³³⁾ Tale corrispondenza tra la nozione di “fondi propri” e quella di “patrimonio di vigilanza” è riconosciuta anche da C. BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*, Bologna, 2016, pp. 210 ss.

⁽³⁴⁾ Il capitale primario di classe 1 si divide, ancora, in due “sottogruppi” di elementi:

a) strumenti di capitale primario di classe 1, incluso l'eventuale sovrapprezzo, che non possono essere rimborsati se non in ipotesi di liquidazione della banca (e nei limiti dell'eventuale residuo) e devono assorbire le perdite *pari passu*, prima di tutti gli altri elementi di capitale (art. 28 Reg. 2013/575/UE). L'EBA pubblica periodicamente un elenco degli strumenti che, per ciascun ordinamento, rientrano all'interno di questo gruppo (l'ultimo elenco disponibile è stato pubblicato in data 8 settembre 2016 ed è disponibile all'indirizzo www.eba.europa.eu/-/eba-updates-its-cet1-list);

b) altri elementi di capitale primario di classe 1, identificabili in via residuale, per i quali è soltanto richiesto che possano essere utilizzati «senza restrizioni e senza indugi dall'ente per la copertura dei rischi o delle perdite nel momento in cui tali rischi o perdite si verificano» (art. 26, par. 1, secondo periodo).

ii) capitale aggiuntivo di classe 1 (c.d. *Additional Common Equity Tier 1*), che comprende gli strumenti di capitale, incluso l'eventuale relativo sovrapprezzo, aventi particolari requisiti che ne garantiscano la capacità di assorbimento delle perdite e la permanenza, sebbene in termini meno intensi di quanto richiesto per il capitale primario di classe 1 ⁽³⁵⁾.

Il «*capitale di classe 2*» (c.d. *Common Equity Tier 2* o CET2) comprende gli strumenti di capitale, incluso l'eventuale sovrapprezzo, di “qualità” inferiore rispetto agli strumenti di capitale rientranti nel capitale primario di classe 1 e nel capitale aggiuntivo di classe 1 e i prestiti subordinati aventi particolari caratteristiche in tema di capacità di assorbimento delle perdite ⁽³⁶⁾.

Sebbene tutti i fondi propri possano essere utilizzati per assorbire le perdite nell'ambito di un *write down* o di un *bail-in*, la classificazione degli elementi computati nei fondi propri ha una valenza importante in relazione all'ordine di assorbimento delle perdite in caso di crisi della banca (v. *infra* §5.1), oltre ovviamente a rilevare ai fini del rispetto dei requisiti prudenziali in tema di composizione del patrimonio di vigilanza cui sono ordinariamente tenute tutte le banche ⁽³⁷⁾.

⁽³⁵⁾ Gli elementi di capitale aggiuntivo di classe 1 devono avere natura perpetua, essere non rimborsabili (se non su autorizzazione dell'autorità di vigilanza nei casi di cui all'art. 77 Reg. 2013/575/UE e, comunque, non prima di cinque anni dall'emissione), essere postergati in caso di perdite rispetto agli elementi di capitale di classe 2 e devono poter essere sottoposti a cancellazione o conversione in strumenti di capitale di classe 1 (al verificarsi di una delle circostanze (descritte dall'art. 54 Reg. 2013/575/UE) che devono essere incluse nel relativo titolo contrattuale (art. 52 del Regolamento 2013/575/UE).

⁽³⁶⁾ Si tratta degli elementi che hanno le caratteristiche previste dall'art. 63 Reg. 2013/575/UE, tra cui la durata minima originaria di cinque anni, la non rimborsabilità (se non su autorizzazione dell'autorità di vigilanza nei casi di cui all'art. 77 Reg. 2013/575/UE e comunque non prima di cinque anni dall'emissione).

⁽³⁷⁾ Il c.d. “pacchetto CRR/CRD IV” composto dal Regolamento UE n. 2013/575/UE e dalla Direttiva n. 2013/36/UE, nel recepire Basilea 3, ha previsto che ciascuna banca debba avere fondi propri complessivamente pari, almeno, al 10,5% delle attività ponderate per il rischio (*total capital ratio*). Tale ammontare minimo di fondi propri deve essere rappresentato da capitale di classe 1 (ossia, capitale primario di classe 1 e capitale aggiuntivo di classe 1) per almeno il 6% delle attività ponderate per il rischio, di cui almeno il 4,5% deve essere costituito da capitale primario di classe 1. A ciò si aggiunge una riserva di conservazione del capitale composta da capitale primario di classe 1 pari al 2,5% dell'importo complessivo dell'esposizione al rischio della banca (art. 129, par. 1, Dir. 2013/36/UE).

3.2. *Le passività ammissibili: approccio onnicomprensivo*

Come si è avuto occasione di dire in più occasioni, la scelta politica fondamentale del legislatore europeo è stata quella di escludere che le risorse necessarie al fine di assorbire le perdite riportate da una banca in crisi potessero provenire dai contribuenti. A tal fine, l'obiettivo è stato quello di predisporre modalità tali da consentire che i costi del dissesto siano posti a carico – come accade nelle imprese comuni – dei titolari di pretese verso la banca (azionisti e creditori). Ciò, tuttavia, senza che l'imposizione di perdite sugli azionisti e sui creditori della banca si possa tradurre, alla luce della particolare attività di intermediazione nel credito svolta dalle banche, in una crisi finanziaria di tipo sistemico (v. *supra* Cap. II, §2).

Coerentemente con l'intento di replicare gli effetti di una liquidazione concorsuale, si è imposto il rispetto, in via tendenziale, dell'ordinaria gerarchia concorsuale e della *par condicio creditorum* (v. *supra* Cap. II, §6 e, con specifico riferimento al *bail-in*, v. *infra* §5) e si è previsto che tutte le passività delle banche – eccezion fatta per le esenzioni di cui si dirà nei prossimi paragrafi (v. *infra* §§3.3 e 3.4) – siano sottoponibili a *bail-in* (ossia siano “*bailinable*” secondo un'espressione ormai ampiamente diffusa). In altri termini, la possibilità di sottoporre una passività a *bail-in* non dipende da un'espressa previsione contrattuale nel relativo titolo ⁽³⁸⁾.

La non necessità di una clausola contrattuale ai fini della sottoponibilità a *bail-in* di una passività vale anche per le passività regolate dal diritto di uno Stato extraeuropeo. Rispetto ad esse, tuttavia, il legislatore si è preoccupato di ridurre le incertezze in merito al riconoscimento degli effetti del *bail-in* imponendo, comunque, alle banche di inserire all'interno dei relativi contratti una clausola di riconoscimento contrattuale del *bail-in* ⁽³⁹⁾. Infatti, sebbene la mancata inclusione di tale clausola «non

⁽³⁸⁾ Così l'art. 49, comma 1, Decreto BRR, che recepisce l'art. 44, par. 1, direttiva BRR. Tale approccio onnicomprensivo (c.d. *comprehensive approach*) è stato preferito all'altro approccio ipotizzato in fase di studio e predisposizione del quadro europeo di gestione delle crisi bancarie, che prevedeva la sottoponibilità a *bail-in* solo delle passività emesse dalle banche a tale specifico scopo e espressamente qualificate come *bailinable* nel relativo titolo contrattuale (c.d. *targeted approach*). Cfr. il *Working document on the technical details of a possible EU framework for bank recovery and resolution*, pp. 87 ss., pubblicato dalla Commissione europea il 6 gennaio 2011 e reperibile all'indirizzo ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2011/crisis_management/consultation_paper_en.pdf. Sul tema, si veda anche S. GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, cit., pp. 18 ss.

⁽³⁹⁾ Il contenuto delle clausole di riconoscimento contrattuale del *bail-in* non è definito in via normativa, ma la direttiva (art. 55, par. 3) delega all'EBA l'elaborazione di norme tecniche che specificino il contenuto di tale clausola, tenendo conto dei diversi modelli di *business* delle banche.

osta a che l'autorità di risoluzione eserciti i poteri di svalutazione e di conversione rispetto a tale passività» (art. 55, par. 2, BRRD), è evidente come essa – eventualmente accompagnata da una *legal opinion* in merito «all'applicabilità giuridica e all'efficacia» di tale clausola nella diversa giurisdizione straniera ⁽⁴⁰⁾ – sia importante al fine di garantire maggiore certezza in ordine al riconoscimento degli effetti delle decisioni dell'autorità di risoluzione anche nell'ambito di ordinamenti diversi da quelli degli Stati membri ⁽⁴¹⁾. In contesti transfrontalieri, il rischio di un mancato riconoscimento e, in ogni caso, di contenziosi è particolarmente elevato, anche tenuto conto del fatto che la scelta di un *governing law* straniera è, spesso, affiancata dall'elezione di un foro competente appartenente alla medesima giurisdizione ⁽⁴²⁾.

L'approccio onnicomprensivo è stato seguito dal legislatore europeo è stato seguito, oltre che sotto il profilo della tipologia delle passività *bailinable*, anche sotto quello temporale, prevedendo che anche passività emesse precedentemente all'adozione della disciplina della risoluzione fossero suscettibili di *bail-in*. In merito a tale scelta, anche nella prospettiva della tutela dell'affidamento dei creditori, si rimanda a quanto si dirà più avanti al §3.5.

3.3. (Segue) *Le esenzioni di portata generale*

Rispetto al principio di generale ammissibilità delle passività bancarie descritto nel precedente paragrafo, sono state espressamente escluse alcune passività in

Tali norme tecniche sono state predisposte dall'EBA e sono attualmente in fase di consultazione (v. *Final Paper on Contractual recognition of bail-in*, disponibile su www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/recovery-and-resolution/regulatory-technical-standards-on-contractual-recognition-of-bail-in).

⁽⁴⁰⁾ Art. 55, par. 1, terzo capoverso, BRRD, recepito dal legislatore italiano all'art. 59, comma 3, Decreto BRR.

⁽⁴¹⁾ In considerazione del fatto che la disciplina della risoluzione bancaria si applica a enti creditizi che pongono, in ragione delle loro dimensioni e complessità, un pericolo per la stabilità del sistema finanziario, la presenza all'interno del patrimonio della banca in crisi di passività regolate dalla legge di un paese extracomunitario dovrebbe essere alquanto comune. Chiaramente, le passività regolate dal diritto di Stati membri dell'Unione europea non pongono, invece, problemi in punto di riconoscimento transfrontaliero dei poteri dell'autorità di risoluzione connessi con l'utilizzo dello strumento del *bail-in*.

⁽⁴²⁾ In argomento, si veda anche S. GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, cit., pp. 15-16; A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del Meccanismo di Risoluzione Unico*, cit., pp. 587 ss.

funzione di protezione di interessi meritevoli che verrebbero, altrimenti, pregiudicati dall'applicazione del *bail-in*.

La possibilità di non infliggere perdite su alcuni creditori è una caratteristica essenziale per il funzionamento delle procedure concorsuali che si propongono di preservare la continuità aziendale ⁽⁴³⁾. Tuttavia, nel caso del *bail-in*, in ragione della particolarità del *business* bancario, tale esigenza si attegga in maniera non del tutto corrispondente rispetto a quanto avviene per le imprese comuni: da un lato, infatti, l'identificazione delle passività per cui è opportuno prevedere un'esenzione al fine di salvaguardare la continuità aziendale appare estremamente difficile, se si considera che, per una banca, tutti i debiti hanno potenziale valenza di debiti "commerciali" e possono rivestire, anche alla luce delle ricadute reputazionali, un rilievo strategico ai fini del mantenimento della continuità aziendale; dall'altro lato, l'esigenza di prevedere esenzioni appare motivata non solo dall'obiettivo di preservare la continuità aziendale, ma anche (e soprattutto) dalla necessità di proteggere interessi pubblici quali, ad esempio, quello della stabilità sistemica.

Proprio alla luce della complessità connessa con l'identificazione, in via normativa, delle passività da esentare dall'applicazione del *bail-in*, la scelta del legislatore europeo è stata quella di prevedere un catalogo di esenzioni generali e di lasciare all'autorità di risoluzione il potere di esentare eccezionalmente anche passività diverse, a chiusura del sistema. A tale potere è dedicato il prossimo paragrafo. Per il momento ci si limita, invece, a identificare le passività che la legge prevede che siano sempre escluse dalla riduzione o conversione oggetto del *bail-in* ⁽⁴⁴⁾.

A) *I depositi protetti*. L'esenzione da *bail-in* dei depositi protetti è fondamentale al fine di ridurre il rischio che si verifichino "corse agli sportelli" da parte dei depositanti ⁽⁴⁵⁾. Tali fenomeni, come visto, possono innescare pericolosi *shock* finanziari suscettibili di mettere a serio rischio la stabilità dell'intero sistema finanziario (v. *supra* Cap. II, §2). Persino una banca del tutto solida da un punto di vista patrimoniale, se

⁽⁴³⁾ Si pensi, ad esempio, alla possibilità di pagare per intero i creditori strategici nell'ambito di un concordato preventivo, benché chirografari (art. 182-*quinquies*, comma 5, l.f.).

⁽⁴⁴⁾ Art. 49, comma 1, Decreto BRR (che recepisce l'art. 44, par. 2, BRRD); art. 27, par. 3, Reg. SRM.

⁽⁴⁵⁾ Cfr. *EBA Technical advice on the delegated acts on the circumstances when exclusions from the bail-in tool are necessary*, 6 marzo 2015, p. 19, reperibile all'indirizzo www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-07+Technical+Advice+on+exclusion+from+the+bail-in+tool.pdf.

erroneamente percepita come in crisi, difficilmente potrebbe superare un'immediata richiesta di rimborso di una quota rilevante dei depositi. L'esenzione in questione riguarda soltanto i depositi "protetti", ossia la quota dei depositi corrispondente al limite armonizzato a livello europeo di copertura dei depositi (*i.e.*, euro 100.000 per depositante) ⁽⁴⁶⁾. Le passività relative ai depositi eccedenti tale limite sono *bailinable*, ma godono di un grado di priorità concorsuale più favorevole rispetto agli altri crediti chirografari (v. *infra* §5.1).

Nel quadro disegnato dal legislatore europeo, le risorse corrispondenti ai depositi protetti esentati da *bail-in* sono fornite dai fondi nazionali di garanzia dei depositanti. Tale intervento dei fondi di garanzia depositi deve avvenire nella misura in cui, in assenza dell'esenzione in esame, i depositi protetti sarebbero stati soggetti a *bail-in* in base all'ordine di priorità loro spettante (in altre parole, i fondi nazionali di garanzia apportano alla banca in risoluzione le risorse necessarie per neutralizzare l'effetto dell'esenzione soltanto se e nella misura in cui, in assenza di tale esenzione, i depositi protetti sarebbero stati, in tutto o in parte, cancellati o convertiti in capitale per effetto del *bail-in*) ⁽⁴⁷⁾.

In questa prospettiva, appare alquanto criticabile la previsione della direttiva BRR che ha imposto agli Stati membri di accordare una preferenza generale (ossia, avente valore in tutte le procedure di insolvenza) ai «*depositi protetti*» ⁽⁴⁸⁾. Essa, infatti,

⁽⁴⁶⁾ Tale livello minimo è previsto dalla Direttiva europea sui sistemi di garanzia dei depositanti (Direttiva 2014/49/UE) che impone – da un lato – di computare tale soglia unitariamente con riferimento a ciascun depositante, anche nel caso in cui esso abbia più depositi presso la stessa banca (art. 7, par. 1, Direttiva 2014/49/UE), e – dall'altro – di moltiplicare tale soglia per il numero di depositanti in caso di cointestazione di un conto corrente unico (art. 7, par. 2, direttiva 2014/49/UE).

⁽⁴⁷⁾ L'art. 109, par. 1, lett. a), BRRD, prevede che il «*sistema di garanzia dei depositi cui l'ente è affiliato risponda [...] se si applica lo strumento del bail-in, dell'ammontare di cui i depositi protetti sarebbero stati svalutati ai fini dell'assorbimento delle perdite nell'ente a norma dell'articolo 46, paragrafo 1, lettera a), qualora i depositi protetti fossero stati inclusi nella portata del bail-in e svalutati nella stessa misura dei creditori con lo stesso livello di priorità conformemente al diritto nazionale che disciplina la procedura ordinaria di insolvenza*». Si veda al riguardo anche il considerando n. 110 della BRRD.

Attualmente, non essendo stato ancora attuato il terzo pilastro dell'Unione bancaria, relativo alla creazione di un fondo unico di garanzia per i depositanti, i sistemi di garanzia dei depositi in vigore sono soltanto quelli nazionali. Tuttavia, dopo un periodo in cui il progetto del terzo pilastro sembrava abbandonato, si sta discutendo a livello europeo la costituzione dell'*European Deposit Insurance Scheme* (c.d. EDIS). Cfr. *supra* Cap. II, §4, nt. 53.

⁽⁴⁸⁾ Cfr. art. 108, lett. b, ii, BRRD.

produce l'effetto di ridurre il contributo alla risoluzione offerto dai sistemi di garanzia dei depositi, come si vedrà meglio *infra* al §5.1.

B) *Le passività garantite.* Al fine di consentire che le garanzie continuino pienamente ad assolvere alla loro tradizionale funzione – ovvero, in ultima analisi, ridurre i costi complessivi di monitoraggio e consentire di finanziare l'impresa anche a soggetti con minore propensione al rischio ⁽⁴⁹⁾ – il legislatore europeo ha escluso che la crisi di una banca possa pregiudicare i crediti assistiti da garanzia capiente. Tali crediti non potranno mai essere cancellati o convertiti in occasione di un *bail-in* e dovranno, dunque, essere soddisfatti secondo le modalità ordinarie ⁽⁵⁰⁾. L'esenzione da *bail-in* delle passività garantite sembra espressione di un principio immanente al sistema delle procedure concorsuali che, nel nostro ordinamento, trova collocazione nell'art. 111-*bis*, comma 3, l.f., ove si prevede che le somme ricavate dalla liquidazione di beni oggetti di pegno o ipoteca debbano essere destinate sempre, con priorità su tutti gli altri creditori (compresi i creditori titolari di pretese prededucibili), alla soddisfazione dei rispettivi creditori garantiti ⁽⁵¹⁾.

Chiaramente, nel caso in cui il bene oggetto di garanzia abbia un valore inferiore all'ammontare della passività garantita, la parte di passività eccedente potrà essere

⁽⁴⁹⁾ La dottrina giuseconomica ha evidenziato il rapporto inverso esistente tra garanzia del credito e costi di monitoraggio del debitore: i creditori garantiti, infatti, potendo contare su una «*stutela rafforzata*» (che si sostanzia nel diritto a soddisfarsi sui beni specifici sottoposti a garanzia con preferenza rispetto a tutti gli altri creditori, in aggiunta al generale diritto a soddisfarsi sull'intero patrimonio del debitore), possono limitarsi a monitorare il valore dei soli beni oggetto della garanzia, in genere più agevolmente osservabile rispetto al valore dell'intero patrimonio del debitore. In tal modo, è possibile ampliare il novero dei potenziali finanziatori anche a soggetti che non hanno la capacità o la struttura per monitorare su base costante le condizioni patrimoniali del proprio debitore e, in ogni caso, evitare che il monitoraggio del debitore venga effettuato da ciascun creditore, con conseguente duplicazione dei costi. Sul tema, si veda più ampiamente M. BELCREDI, *A che servono le garanzie? Analisi economica, evidenze empiriche internazionali e alcune implicazioni normative*, in *Le garanzie nel credito alle imprese. Funzione economica, disciplina giuridica ed evidenze empiriche*, a cura di L. Caprio e G. Presti, Torino, 2001, pp. 21 ss. e, *ivi*, pp. 31 ss.

⁽⁵⁰⁾ Salvo l'eventuale ricorso da parte dell'autorità di risoluzione ai poteri accessori di sospensione, per un brevissimo lasso di tempo, degli obblighi di pagamento della banca sottoposta a risoluzione (art. 66 Decreto BRR, che recepisce l'art. 69 BRRD) e dell'opponibilità dei diritti di garanzia da parte di uno o più creditori della banca sottoposta a risoluzione (art. 67 Decreto BRR, che recepisce l'art. 70 BRRD).

⁽⁵¹⁾ Tale principio è comune, tra gli altri, anche all'ordinamento statunitense, che però si caratterizza per la possibilità che il giudice autorizzi, in taluni casi, i creditori prededucibili ad acquistare una «*super-priority*» avente l'effetto di antergare la loro pretesa anche rispetto ai creditori muniti di garanzia capiente. Cfr. Chapter 11, §364(c) del U.S. Bankruptcy Code.

sottoposta a *bail-in* ⁽⁵²⁾. In tal caso, si pongono delicate questioni in merito alla valutazione del valore del bene oggetto della garanzia ⁽⁵³⁾, che compete all'esperto indipendente in occasione della valutazione "precedente" (oltre che in occasione di quella "successiva" ai fini della valutazione del rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio) e che, per la sua complessità, potrebbero in concreto indurre, in molti casi, l'autorità di risoluzione ad utilizzare il potere discrezionale di esenzione, cui si è già fatto cenno e cui è dedicato il §3.4.

Non viene assimilata ad una passività garantita, ai fini del trattamento nel *bail-in*, la situazione in cui il titolare di una passività sia, al contempo, anche debitore della banca sottoposta a risoluzione. Sebbene la normativa europea non imponesse tale scelta, il legislatore italiano ha infatti preferito ritenere inefficace la compensazione legale o negoziale ove essa non sia stata fatta valere prima dell'avvio della risoluzione ⁽⁵⁴⁾. Pertanto, non potendo operare la compensazione, il terzo titolare dovrà regolarmente adempiere al proprio debito e potrà, comunque, vedere il proprio credito cancellato o convertito per effetto del *bail-in*.

C) *Le passività derivanti dalla detenzione di attività o liquidità per conto dei clienti o, comunque, sorte in relazione al ruolo fiduciario della banca.* Le passività assunte da una banca in conseguenza della sua attività di gestione di denaro o di *assets* per conto dei clienti (ad esempio, titoli detenuti in un conto apposito) oppure dell'intestazione fiduciaria da parte della banca di denaro o *assets* per conto di un beneficiario. In tali ipotesi, infatti, i diritti dei clienti o dei beneficiari, pur traducendosi formalmente in passività, hanno piuttosto natura sostanziale di diritti di proprietà sulla liquidità e sugli *assets* detenuti dalla banca. Pertanto, tali passività sono coerentemente escluse dall'ambito di applicazione del potere autoritativo di riduzione o conversione, nei limiti in cui i

⁽⁵²⁾ Art. 49, comma 1, lett. b), Decreti BRR, che recepisce l'art. 44, par. 2, terzo periodo, BRRD, che prevede che l'esenzione delle passività garantite si estenda «nel limite del valore delle attività poste a garanzia delle stesse». Nello stesso senso, l'art. 27, par. 4, Reg. SRM.

⁽⁵³⁾ In tal senso, si veda anche S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, cit., p. 118.

⁽⁵⁴⁾ Art. 52, comma 2, lett. c), del Decreto BRR. Al riguardo si noti, tuttavia, che la scelta del legislatore italiano in tema di compensazione è coerente con i più recenti orientamenti internazionali, tra cui in particolare con i criteri previsti dal *Financial Stability Board* per le passività che concorrono al raggiungimento del livello minimo di capacità di assorbimento delle perdite (c.d. TLAC). In particolare, nel *term sheet* elaborato dal FSB si prevede che per essere computabili ai fini del TLAC le passività non devono essere «*subject to set off or netting rights that would undermine their loss absorbing capacity in resolution*» (FSB, *Total Loss-Absorbing Capacity (TLAC) Principles and Term Sheet*, cit., p. 14).

clienti o i beneficiari troverebbero protezione in applicazione delle ordinarie norme fallimentari nazionali.

D) *Le passività dovute agli enti finanziari a breve termine e quelle nei confronti dei sistemi di compensazione e pagamento con una ridotta durata residua.* Tali esenzioni sono strettamente funzionali ad evitare che le esigenze di celerità e di automatismo imposte all'efficace funzionamento del mercato interbancario vengano pregiudicate dal pericolo di *bail-in* di una controparte. Tale pericolo, infatti, imporrebbe a ciascun intermediario di valutare le condizioni patrimoniali della controparte finanziaria prima di ogni operazione. Inoltre, l'applicazione del *bail-in* alle passività interbancarie a breve termine (che sono quantitativamente significative) avrebbe potuto costituire un veicolo di contagio della crisi tra gli intermediari finanziari ⁽⁵⁵⁾. Infine, non esentare le passività a breve termine avrebbe determinato il rischio, così come per i depositi, di *shock* finanziari. In prossimità di una crisi (reale o anche solo percepita), i creditori a breve termine potrebbero infatti sottrarsi al *bail-in* evitando di rifinanziare la banca, con ciò accelerando o, in certi casi, addirittura determinando l'insorgenza della crisi ⁽⁵⁶⁾.

A quest'ultimo riguardo, occorre notare che l'esenzione in esame potrebbe risultare non sufficiente a scongiurare il rischio di *shock* finanziari. Essa, infatti, ha ad oggetto soltanto le passività interbancarie di durata *originaria* inferiore a sette giorni e le passività nei confronti dei sistemi di compensazione e pagamento di durata *residua* inferiore al medesimo termine. È verosimile, tuttavia, ritenere che tale termine sia in

⁽⁵⁵⁾ Il *bail-in*, in quanto meccanismo di allocazione delle perdite, rischia di costituire il veicolo per la trasmissione delle perdite ad altri intermediari finanziari qualora questi ultimi detengano una quota rilevante delle passività della banca in crisi. Tale problema viene rilevato, tra gli altri, da T. CONLON, J. COTTER, *Anatomy of a Bail-In*, cit., p. 261; J.N. GORDON, W.G. RINGE, *Bank Resolution in the European Banking Union: A Transatlantic Perspective on What it Would Take*, cit., p. 17; J. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible*, cit., p. 31; J. ZHOU, V. RUTLEDGE, W. BOSSU, M. DOBLER, N. JASSAUD, M. MOORE, *From Bail-out to Bail-in: Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions*, cit., p. 22.

Come vedremo al §4, il legislatore europeo ha scelto, ad ogni modo, di affrontare il problema del rischio di contagio connesso con la titolarità delle passività ammissibili, principalmente, incidendo sulla composizione del patrimonio delle banche e, solo nei limiti di quanto qui indicato, prevedendo un'esenzione dal *bail-in* delle passività detenute da altri intermediari finanziari.

⁽⁵⁶⁾ Così anche J. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible*, cit., p. 21, il quale afferma che *«it is practically impossible to include very short-term debt in such a compulsory restructuring. To do so could lead to negative feedback loops whereby the prospect of recapitalisation becomes a self-fulfilling prophecy. Short-term creditors, fearful of being forced to convert, might either dramatically increase their 'haircuts' or simply refuse to roll over their claims. The threat of a bail-in would then force the firm into failure at an earlier stage»*.

taluni casi eccessivamente breve: l'approssimarsi di una crisi bancaria dovrebbe poter essere prevista, quantomeno in alcuni casi, con un anticipo superiore a sette giorni, soprattutto da parte di creditori sofisticati quali quelli finanziari.

Un indizio in merito all'opportunità di esentare anche passività aventi durata maggiore sembra venire dalla stessa direttiva BRR che prevede che – ai fini del rispetto del requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (v. *infra* §4) – siano computate soltanto le passività ammissibili aventi una durata residua di almeno un anno ⁽⁵⁷⁾. In considerazione del fatto che le banche sono tenute a conformarsi a tale requisito «*in qualsiasi momento*» e, dunque, che la verifica del rispetto dello stesso ha natura potenzialmente continuativa, la non computabilità delle passività ammissibili infrannuali sembrerebbe potersi spiegare soltanto alla luce del rischio, avvertito dal legislatore, che entro tale termine alcuni dei creditori possano anticipare l'insorgenza della crisi e sottrarsi al *bail-in* (in specie, rifiutandosi di rifinanziare l'intermediario).

E) *Le passività nei confronti di dipendenti e fornitori nei termini d'uso.* La scelta di esentare tali passività dal *bail-in*, oltre che funzionale al mantenimento della continuità operativa ⁽⁵⁸⁾, trova giustificazione nelle medesime ragioni di equità sociale che spingono i legislatori nazionali, tra cui anche quello italiano, ad offrire particolare tutela a tali tipologie di crediti ⁽⁵⁹⁾. Inoltre, la protezione di tali passività trova un convincente fondamento anche dal punto di vista economico: i lavoratori e i fornitori sopportano, infatti, il rischio di *default* del proprio datore di lavoro o committente in maniera meno efficiente rispetto ai creditori finanziari, i quali possono ridurre il rischio mediante diversificazione ad un costo significativamente inferiore ⁽⁶⁰⁾.

⁽⁵⁷⁾ Cfr. art. 41, par. 4, lett. d), BRRD. Nello stesso senso anche il documento pubblicato in consultazione dal *Financial Stability Board* in tema di composizione del patrimonio delle banche rilevanza sistemica globale (c.d. *global systemically important banks* o G-SIBs), secondo cui – ai fini della valutazione del rispetto del requisito minimo in tema di *total loss-absorbing capacity* (c.d. TLAC) – sono escluse le passività aventi una durata residua inferiore ad un anno. Cfr. FSB, *Total Loss-Absorbing Capacity (TLAC) Principles and Term Sheet*, 9 novembre 2015, p. 12, reperibile all'indirizzo www.fsb.org/2015/11/total-loss-absorbing-capacity-tlac-principles-and-term-sheet/.

⁽⁵⁸⁾ Cfr. EBA *Technical advice on the delegated acts on the circumstances when exclusions from the bail-in tool are necessary*, cit., p. 19.

⁽⁵⁹⁾ Si pensi ai privilegi di cui agli artt. art. 2751-*bis* e 2764 c.c. e all'esenzione dall'azione revocatoria fallimentare prevista dall'art. 67, comma 3, lettere a) e f), l.f.

⁽⁶⁰⁾ La prestazione di un'attività lavorativa o di una fornitura richiedono spesso l'acquisizione di competenze particolari relative allo specifico beneficiario. Pertanto, la diversificazione del rischio, mediante prestazione di tale attività o fornitura in favore di più soggetti, risulterebbe in molti casi

Sotto il profilo della riduzione delle risorse a disposizione della risoluzione, l'effetto concreto dell'esenzione da *bail-in* dei crediti dei lavoratori e di coloro che forniscono beni o servizi nei termini d'uso dovrebbe essere, in concreto, piuttosto ridotto. Si tratta infatti di passività che, in molti casi, sono comunque assistite da privilegio nel nostro ordinamento e, pertanto, in base al loro ordine di priorità concorsuale non subirebbero alcuna cancellazione o conversione in caso di *bail-in* anche in assenza di tale esenzione ⁽⁶¹⁾.

Si noti che, proprio alla luce di quanto appena rilevato, riveste un'importanza pratica molto ridotta all'interno del nostro ordinamento la previsione normativa che espressamente ammette la sottoponibilità a *bail-in* delle passività relative alla componente variabile della remunerazione spettante ai dipendenti "apicali" e, ove tale componente non sia stata prevista dai contratti collettivi, anche a tutti gli altri dipendenti ⁽⁶²⁾. Nell'ordinamento italiano, infatti, tali passività sono assistite da privilegio assoluto ⁽⁶³⁾ e, pertanto, molto difficilmente saranno, in ogni caso, oggetto di riduzione o conversione in caso di *bail-in*.

F) *I debiti verso il fisco, purché oggetto di privilegio.* Il legislatore europeo ha poi previsto di rafforzare il trattamento di favore che gli ordinamenti nazionali frequentemente riconoscono ai crediti tributari e previdenziali, stabilendo che tali crediti non possano essere sottoposti a *bail-in* laddove siano assistiti da privilegio in base alla legge nazionale applicabile. In questo caso, in misura ancora più marcata di quanto accada per i crediti dei lavoratori e fornitori nei termini d'uso (v. *supra*), l'effetto concreto dell'esenzione in termini di riduzione delle risorse a disposizione della risoluzione dovrebbe essere molto ridotto dal momento che tali crediti, essendo sempre assistiti da privilegio, difficilmente sarebbero stati comunque oggetto di riduzione o conversione in caso di *bail-in*.

G) *Le passività per il pagamento dei contributi ai sistemi di garanzia dei depositanti.* Con tale esenzione sembra si sia voluto preservare la fiducia dei depositanti nei sistemi di garanzia dei depositi, evitando che la crisi delle banche, in caso di applicazione del

impraticabile o, comunque, eccessivamente onerosa. Sul tema si rinvia più ampiamente a P. HALPERN, M. TREBILCOCK, S. TURNBULL, *An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law*, cit., p. 142; F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *Limited liability and the corporation*, cit., p. 96.

⁽⁶¹⁾ Cfr. art. 2751-*bis* e art. 2764 c.c.

⁽⁶²⁾ Art. 44, par. 2, secondo periodo, BRRD; art. 27, par. 3, secondo periodo, Reg. SRM.

⁽⁶³⁾ Cfr. art. 2751-*bis*, n. 1, c.c.

bail-in, potesse determinare l'insufficienza della dotazione patrimoniale di tali sistemi per effetto della cancellazione o conversione dei crediti vantati da tali sistemi per il pagamento dei contributi ⁽⁶⁴⁾. A ben vedere, l'esenzione in questione sembra giustificarsi, soprattutto, alla luce dell'intento di evitare che, per via indiretta, sia consentito un uso dei fondi di garanzia dei depositanti oltre i limiti di quanto per essi stabilito, imponendo ai sistemi di garanzia dei depositanti un esborso superiore rispetto a quanto stabilito dall'art. 109 della BRRD (v. *supra*).

In conclusione, il quadro che emerge dall'esame delle esenzioni generali dall'applicazione del *bail-in* evidenzia come, nel caso in cui si ricorra a tale strumento, sono principalmente i creditori finanziari (ad esempio, fondi di investimento e obbligazionisti) a subire le perdite ⁽⁶⁵⁾. Tale assetto appare condivisibile alla luce del fatto che questi creditori, prestando denaro, effettuano scelte di investimento che – nella prospettiva di un guadagno – implicano necessariamente l'assunzione di rischi e impongono un onere di monitorare le condizioni patrimoniali del debitore.

3.4. (Segue) *Facoltà di esenzione discrezionale di passività*

L'identificazione in via normativa di un esaustivo catalogo di passività che devono essere escluse dall'ambito di applicazione dello strumento del *bail-in* è compito assai arduo. Il rischio è quello di consentire la riduzione o conversione di passività che, nel caso concreto, dovrebbero essere escluse dal *bail-in* in ragione di interessi pubblici preminenti e/o dell'interesse alla conservazione del valore dell'impresa bancaria oppure di esentare immotivatamente dalla sopportazione delle perdite creditori della banca senza che ve ne sia giustificazione, creando così una irragionevole situazione di privilegio e aggravando il costo del salvataggio sopportato dagli altri creditori (v. *infra*).

In considerazione di ciò, il legislatore ha previsto le esenzioni generali descritte nel precedente paragrafo, ritenendo *iuris et de iure* che per esse vi sia sempre un giustificato fondamento per l'esenzione (v. *supra* §3.3), ma riconoscendo all'autorità

⁽⁶⁴⁾ Si veda il documento pubblicato dall'EBA con il titolo *Technical advice on the delegated acts on the circumstances when exclusions from the bail-in tool are necessary*, cit., p. 19.

⁽⁶⁵⁾ In questo senso, seppure in una prospettiva critica rispetto all'allocazione delle perdite in capo a tali soggetti, si veda E. AVGOULEAS, C. GOODHART, *Critical Reflections on Bank Bail-ins*, cit., pp. 16 ss.

di risoluzione il potere di prevedere, eccezionalmente, l'esenzione *ad hoc*, anche soltanto parziale, di alcune passività della banca sottoposta a risoluzione.

La concessione di tale esenzione deve fondarsi su presupposti normativi che tuttavia, per il loro carattere volutamente generale, attribuiscono all'autorità di risoluzione un'ampia discrezionalità in ordine all'identificazione delle passività rispetto alle quali esercitare tale potere ⁽⁶⁶⁾. In particolare, l'autorità di risoluzione può prevedere la totale o parziale esclusione di alcune passività astrattamente *bailinable* quando ricorre una della seguenti condizioni:

a) il *bail-in* non potrebbe essere applicato a tali passività in tempi ragionevoli. Affinché tale presupposto possa ritenersi integrato, è necessario tuttavia che l'autorità di risoluzione abbia fatto qualsiasi sforzo ragionevolmente possibile per applicare la riduzione o la conversione anche a tali passività ⁽⁶⁷⁾;

b) l'esclusione è strettamente necessaria e proporzionata per assicurare la continuità delle funzioni essenziali e delle linee di operatività più importanti della banca sottoposta a risoluzione ⁽⁶⁸⁾;

c) l'esclusione è strettamente necessaria e proporzionata ad evitare che si verifichino fenomeni di contagio, qualora tali fenomeni andrebbero a perturbare in misura rilevante il regolare funzionamento del sistema finanziario, con una ricaduta negativa grave sull'economia di uno Stato membro o dell'intera Unione europea ⁽⁶⁹⁾;

⁽⁶⁶⁾ Cfr. art. 49, comma 2, Decreto BRR e 27, par. 5, Reg. SRM. In base all'art. 44, par. 11, direttiva BRR, la Commissione europea potrà specificare tali presupposti tramite l'emanazione di atti delegati ai sensi dell'articolo 290 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE).

⁽⁶⁷⁾ L'art. 44, par. 3, lett. a), BRRD richiede che, affinché sia integrato tale fondamento per l'esercizio del potere di esenzione *ad hoc*, l'impossibilità di sottoporre la passività a *bail-in* sussista «*nonostante gli sforzi in buona fede dell'autorità di risoluzione*». Tale previsione è volta ad escludere che l'autorità di risoluzione non faccia quanto possibile per rendere il *bail-in* applicabile ad alcune passività con l'intenzione di attribuire un arbitrario vantaggio ai rispettivi titolari. Sebbene essa non sia stata recepita dal legislatore italiano all'art. 49, comma 2, Decreto BRR, deve comunque ritenersi applicabile.

⁽⁶⁸⁾ Il testo dell'art. 49, comma 2, lett. b), punto i), Decreto BRR fa riferimento, in generale, alle «*linee di operatività*», senza richiedere che si tratti di quelle più importanti. Tale requisito deriva, tuttavia, dalla Direttiva BRR che prevede al corrispondere art. 44, par. 3, lett. b), che si tratti delle «*linee di business principali*».

⁽⁶⁹⁾ L'art. 49, comma 2, lett. b), punto ii), Decreto BRR, rispetto all'art. 44, par. 3, lett. c), BRRD, di cui costituisce recepimento, non contiene espresso riferimento al fatto che, per poter legittimare l'esclusione, il contagio deve essere «*ampio*» e che le ricadute sull'economia reale conseguenti al contagio è sufficiente siano possibili («*potrebbe determinarsi*»), non essendo necessario che siano probabili né, tantomeno, certe. Tali elementi, benché non riprodotti nella normativa nazionale, dovrebbero comunque avere portata cogente nell'interpretazione della disciplina nazionale.

d) la sottoposizione della passività a riduzione o conversione in applicazione di un *bail-in* determinerebbe una distruzione di valore di entità tale da far sì che gli altri creditori sopporterebbero perdite maggiori rispetto a quelle che essi subirebbero per effetto dell'esclusione (che, come detto, riduce l'ammontare di passività su cui ripartire la complessiva perdita) ⁽⁷⁰⁾.

L'esenzione sembra poter riguardare soltanto pretese diverse dalle azioni della banca sottoposta a *bail-in* e dagli altri strumenti computati all'interno del suo patrimonio di vigilanza. Benché, infatti, gli interessi rilevanti che legittimano l'esclusione non siano astrattamente incompatibili con un'applicazione della stessa a pretese diverse dai crediti ⁽⁷¹⁾, il testo della direttiva e la normativa di recepimento dispongono che il potere di esclusione *ad hoc* possa applicarsi alle «passività» ammissibili che sono espressamente definite come le passività e gli strumenti di capitale *diversi* da quelli computabili nel capitale di vigilanza ⁽⁷²⁾.

La precisazione contenuta nella direttiva secondo cui le esenzioni *ad hoc*, sulla base del presupposto in esame, potrebbero riguardare principalmente «*depositi ammissibili detenuti da persone fisiche e da micro, piccole e medie imprese*» è stata ripresa dal legislatore nazionale all'art. 49, comma 3, lett. e), Decreto BRR. L'esigenza di una particolare attenzione per i depositi bancari non protetti è stata dimostrata dalla crisi delle banche cipriote (Bank of Cyprus e Laiki Bank) nel marzo 2013, dove la cancellazione di parte dei depositi non protetti ha reso necessaria la previsione di severe limitazioni ai prelievi e ai pagamenti internazionali al fine di evitare una massiccia fuga dei capitali.

⁽⁷⁰⁾ In altri termini, l'ipotesi descritta all'art. 49, comma 2, lett. c), Decreto BRR riguarda il caso in cui le ripercussioni sul valore dell'impresa bancaria derivante dall'applicazione del *bail-in* ad una determinata tipologia di passività (si pensi, ad esempio, alle ripercussioni derivanti dall'applicazione del *bail-in* ad una categoria di obbligazioni sottoscritta pressoché integralmente dai depositanti presso la banca) causerebbero perdite che, benché ripartite su un ammontare maggiore di passività in virtù della mancata esclusione, darebbero luogo ad una più significativa incidenza individuale delle perdite poste a carico dei creditori, a fronte di quanto sarebbe avvenuto se si fossero evitate tali ripercussioni assicurando una soddisfazione integrale ai titolari di tali passività e ponendo i costi della risoluzione da questi non assorbiti a carico dei creditori non esclusi.

⁽⁷¹⁾ Ad esempio, si pensi alla necessità di evitare un contagio, che ben potrebbe verificarsi nell'ipotesi in cui altri intermediari finanziari detengano una parte rilevante delle azioni della banca sottoposta a risoluzione, oppure alla necessità di evitare che, cancellando le azioni e le obbligazioni subordinate detenute da risparmiatori titolari di depositi verso la banca, si inneschi una crisi di liquidità (per effetto del prevedibile immediato ritiro dei depositi dei risparmiatori colpiti) che determini una distruzione di valore di entità tale da far sì che l'incidenza individuale delle perdite subite dai creditori sia maggiore rispetto a quanto sarebbe accaduto se le azioni e obbligazioni subordinate possedute dalla clientela *retail* fossero state escluse.

⁽⁷²⁾ Cfr. art. 2, par. 1, n. 71, direttiva BRR, secondo cui le «*passività ammissibili*» sono le «*passività e gli strumenti di capitale che non rientrano negli strumenti del capitale primario di classe 1, nel capitale aggiuntivo di classe 1 o di classe 2*» della banca. Negli stessi termini, si veda la definizione di «*passività ammissibili*» contenuta all'art. 1, comma 1, lett. qq), Decreto BRR.

La conseguenza dell'esclusione, integrale o parziale, dall'applicazione del *bail-in* di alcune pretese astrattamente *bailinable* (*rectius*: non rientranti in una delle ipotesi generali di esclusione da *bail-in* di cui al paragrafo precedente) è di facile intuizione: i costi della ricapitalizzazione interna della banca (corrispondenti alla somma necessaria ad azzerare il *deficit* patrimoniale e al patrimonio di vigilanza che deve essere ricostituito affinché la banca "risolta" possa proseguire la sua attività) possono essere ripartiti tra un ammontare minore di passività, con l'effetto di aumentare l'incidenza individuale delle perdite per quei creditori non esclusi dall'applicazione del *bail-in*. Tale conseguenza può essere, almeno in parte, evitata tramite la concessione di un contributo da parte del Fondo di risoluzione ⁽⁷³⁾. Questo contributo, comportando un assorbimento delle perdite da parte del Fondo, risulta condizionato alla conformità dell'azione di risoluzione programmata dall'autorità rispetto ai requisiti di minimi di sopportazione delle perdite da parte degli azionisti e creditori della banca sottoposta a risoluzione (c.d. *burden sharing*, di cui si dirà *infra* al §6). In ogni caso, in ossequio al fondamentale principio dell'assenza di pregiudizio (v. *supra* Cap. II, §6.1), l'esclusione di passività *bailinable* (con o senza contributo del Fondo) non può mai condurre ad un sacrificio dei titolari delle pretese non escluse maggiore rispetto a quanto sarebbe avvenuto nell'ipotesi di liquidazione coatta amministrativa e, dunque, senza la previsione di alcuna esenzione ⁽⁷⁴⁾.

In ragione delle rilevanti conseguenze per i creditori e per il Fondo di risoluzione che possono discendere dalla concessione di un'esenzione *ad hoc*, il legislatore ha ritenuto che tale potere possa essere esercitato solo «*eccezionalmente*»

⁽⁷³⁾ Cfr. art. 49, comma 5, lett. b), Decreto BRR (che recepisce l'art. 44, par. 4, BRRD) e art. 27, par. 6, Reg. SRM.

⁽⁷⁴⁾ In questa prospettiva, appare opportuna la previsione della possibilità che già il programma di risoluzione contempli un intervento del Fondo di risoluzione a favore della banca sottoposta a risoluzione ai fini dell'assorbimento delle maggiori perdite poste a carico dei creditori per effetto dell'esclusione di passività *bailinable*. Quando il contributo del Fondo in favore della banca sottoposta a risoluzione è precluso dalla mancata soddisfazione dei requisiti in tema di condivisione degli oneri (su cui *infra* al §6) e, al contempo, vi sia una lesione del principio dell'assenza di pregiudizio, l'intervento del Fondo di risoluzione dovrebbe comunque avvenire *ex post* mediante il versamento di un'indennità. Se così non fosse, si verificherebbe un insanabile contrasto tra regola del *burden sharing* e principio dell'assenza di pregiudizio ogniqualvolta il mantenimento della continuità dell'attività bancaria, anziché generare valore, comporti un pregiudizio al patrimonio della banca (in altre parole, nei casi in cui il valore di *gone concern* sia maggiore del valore di *going concern*), come già segnalato *supra* Cap. II, §§6.1 e 8.3.

dall'autorità di risoluzione ⁽⁷⁵⁾. L'eccezionalità predicata dalla legge non permette, tuttavia, di individuare precisi limiti per l'esercizio di questo potere e non può escludersi che l'autorità ravvisi i presupposti per l'esercizio del potere di esclusione *ad hoc* frequentemente ⁽⁷⁶⁾.

Nell'attesa che si formi una prassi applicativa in merito ⁽⁷⁷⁾, può sicuramente osservarsi che il carattere "eccezionale" del potere di disporre l'esenzione *ad hoc* di passività *bailinable* non esclude che l'autorità di risoluzione possa – nell'ambito dell'attività di programmazione della risoluzione (v. *supra* Cap. II, §5) – prevedere la necessità di esercitare tale potere con riferimento ad alcune passività (o tipologie di passività) di una banca, per l'ipotesi in cui essa entri in crisi e si renda necessario sottoporre la stessa ad un *bail-in*. Al contrario, è stato opportunamente previsto che – in considerazione dell'impatto che l'esenzione produce sugli altri creditori della banca e sul Fondo di risoluzione – l'autorità di risoluzione debba cercare di anticipare, già nel piano di risoluzione, l'individuazione delle eventuali passività (o tipologie di passività) che, in relazione ad una determinata banca e in considerazione dei vari scenari ipotizzati dal piano, dovrebbero essere escluse dall'applicazione del *bail-in*. Ciò, oltre che per rendere possibile un esercizio tempestivo dei poteri di risoluzione in caso di crisi, soprattutto allo scopo di tenerne conto nella determinazione del livello minimo di fondi propri e passività ammissibili che la banca deve garantire su base continuativa (si tratta del requisito generalmente indicato come MREL, in merito al

⁽⁷⁵⁾ Così, l'art. 49, comma 2, Decreto BRR. Cfr. anche art. 44, par. 3, BRRD e art. 27, par. 5, Reg. SRM che prevedono che il potere di esenzione *ad hoc* di passività *bailinable* possa essere esercitato soltanto in «*circostanze eccezionali*».

⁽⁷⁶⁾ Si pensi, ad esempio, all'impatto reputazionale della cancellazione di pretese verso la banca diverse dai depositi protetti di cui siano, tuttavia, titolari gli stessi depositanti (obbligazioni o depositi non protetti) oppure alle difficoltà sussistenti in relazione all'applicazione dello strumento del *bail-in* ai derivati, che lasciano presagire una frequente applicazione del potere di esclusione *ad hoc* rispetto a tali passività (con riferimento ai derivati, un indizio di ciò è dato dallo stesso legislatore che, in relazione alle modalità di applicazione ad essi del *bail-in*, ha fatto espressamente «*salva l'applicazione dell'art. 49, comma 2*», del Decreto BRR, cfr. art. 54, comma 1, Decreto BRR).

⁽⁷⁷⁾ L'uniformità di tale prassi applicativa sarà garantita dal fatto che la competenza ad adottare programmi di risoluzione che prevedano l'esenzione *ad hoc* di alcune passività ammissibili spetterà, molto spesso, al *Single Resolution Board*. Infatti, a tale esenzione discrezionale si accompagna, di regola, un intervento del Fondo di risoluzione a bilanciamento della perdita derivante dalla mancata sottoposizione al *bail-in* della passività esentata (v. *infra* §6) e, quando il programma di risoluzione prevede un intervento del Fondo di risoluzione unico, la competenza in ordine alla sua approvazione spetta sempre al *Single Resolution Board* (v. *supra* Cap. II, §4, nt. 59).

quale si veda *infra* al §4) ⁽⁷⁸⁾. Chiaramente, l'autorità di risoluzione può sempre sottrarre dell'ambito di applicazione del *bail-in* anche passività che non erano state individuate, in via preventiva, all'interno del piano di risoluzione predisposto per la banca.

3.5. *La destinazione del "surplus di risoluzione" e il problematico trattamento dei crediti contestati*

Sembra possibile attendersi che molte delle frizioni applicative connesse con il ricorso allo strumento del *bail-in* si concentreranno – oltre che sulla valutazione (come visto *supra* al Cap. II, §8.3) – sulla concreta individuazione delle passività ammissibili e sulle ipotesi di esclusione da *bail-in*.

Infatti, per effetto dell'esenzione parziale o integrale di alcune passività (sia essa prevista *ex lege*, v. *supra* §3.2, sia essa disposta *ad hoc* dall'autorità di risoluzione, v. *supra* §3.3), si verifica una deviazione dal criterio della parità di trattamento tra passività aventi il medesimo grado di priorità e dal criterio della gerarchia concorsuale, con la possibilità per alcuni creditori di ricevere soddisfazione parziale o integrale pur non essendo state integralmente soddisfatte pretese gerarchicamente preordinate (in merito alla natura relativa dei criteri della gerarchia concorsuale e di parità di trattamento nell'ambito della risoluzione, si rinvia *supra* al Cap. II, §6.2) ⁽⁷⁹⁾. La

⁽⁷⁸⁾ Cfr. art. 50, comma 2, lett. c), Decreto BRR (che recepisce l'art. 45, par. 6, lett. c, BRRD), in base al quale «Il requisito [MREL] da rispettare su base individuale è determinato dalla Banca d'Italia, se del caso previa consultazione con la Banca Centrale Europea quale autorità competente, avendo riguardo [...] [alla] necessità di assicurare che, se il piano di risoluzione prevede che certe categorie di passività possono essere escluse dal *bail-in*, la banca abbia passività sufficienti per assorbire le perdite e assicurare il rispetto del requisito di capitale primario di classe 1 previsto per l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria».

⁽⁷⁹⁾ Seppure con riferimento specifico alla sola ipotesi di esercizio del potere di esclusione *ad hoc* che compete all'autorità di risoluzione, l'art. 49, comma 3, lett. a), del Decreto BRR esplicita con chiarezza le conseguenze dell'esclusione di passività astrattamente *bailinabile* in ordine ai criteri della gerarchia concorsuale e della parità di trattamento («le passività escluse dal *bail-in* possono ricevere un trattamento più favorevole rispetto a quello che spetterebbe a passività ammissibili dello stesso grado o di grado sovraordinato se l'ente sottoposto a risoluzione fosse liquidato, secondo la liquidazione coatta amministrativa disciplinata dal Testo Unico Bancario o altra analoga procedura concorsuale applicabile»). Tali deviazioni dai criteri della gerarchia delle passività e della parità di trattamento sono evidenziati anche da G. PRESTI, *Il bail-in*, cit., p. 353.

La stessa soluzione è stata adottata negli Stati Uniti dal Dodd-Frank Act che prevede un ordine ben definito secondo cui devono essere imposte le perdite in caso di risoluzione di una banca, salvo poi stabilire che l'autorità (*Federal Deposit Insurance Corporation*, c.d. FDIC) possa discostarsi da tale ordine prevedendo in favore degli azionisti e creditori un trattamento, in ogni caso, non inferiore

soddisfazione integrale dei creditori esclusi (o, comunque, in caso di esenzione solo parziale, l'attribuzione di un trattamento più favorevole) determina, pertanto, una distribuzione dei costi del salvataggio in maniera non corrispondente ai criteri secondo cui le perdite sono ripartite nell'ambito della liquidazione coatta amministrativa.

I creditori sottoposti a *bail-in* – per effetto della destinazione ai creditori esclusi di una quota non proporzionale del valore del patrimonio della banca sottoposta a risoluzione – ricevono dunque un trattamento meno favorevole rispetto a quanto sarebbe accaduto se non vi fossero state esclusioni ⁽⁸⁰⁾. Ciò, salvo l'eventuale contributo dei sistemi di garanzia dei depositi, ove ne ricorrano in presupposti (v. *supra* §3.3), e ferma la possibilità di un intervento del Fondo di risoluzione al fine di neutralizzare l'effetto della previsione di esenzioni *ad hoc* (v. *supra* §3.4). In ogni caso, il limite massimo oltre il quale non è consentito penalizzare i creditori sottoposti a *bail-in*, per effetto della previsione di esclusioni, è rappresentato dal fondamentale principio dell'assenza di pregiudizio (v. *supra* Cap. II, §6.1).

Sebbene i creditori abbiano quindi la garanzia di ottenere almeno quanto sarebbe loro spettato in caso di liquidazione coatta amministrativa (e, dunque, le deviazioni dai criteri della gerarchia concorsuale e della parità di trattamento debbano essere contenute nei limiti del “*surplus* da risoluzione”, v. *supra* Cap. II, §6.2), è facile immaginare che potranno sorgere numerosi contenziosi in ordine all'effettivo rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio, all'ambito di applicazione delle esenzioni generali e, soprattutto, alla sussistenza dei presupposti per l'esercizio da parte

a quello che sarebbe loro spettato in caso di liquidazione (Sec. 210(a)(7)(B)). Qualche perplessità è stata sollevata rispetto all'effettività della tutela degli azionisti e creditori nel sistema americano, in ragione dell'ampia discrezionalità che il sistema attribuisce al FDIC nel compiere la valutazione del trattamento che sarebbe spettato ai creditori in mancanza di intervento pubblico («*the rule-of-law protections are more illusory than real. The FDIC can ignore the priorities if it deems an alternative approach necessary to financial stability; and the promise of liquidation value has little content, since the FDIC can take the position that there would be little or no value available to any creditors if it had not intervened*», così D.A. SKEEL JR., *Single Point of Entry and the Bankruptcy Alternative*, cit., p. 320). Tuttavia, le esigenze di tutela della stabilità sistemica sembrano rendere imprescindibile la deviazione dai principi generali in materia di ordine di gradazione dei crediti soluzione (cfr. R. GUYNN, *Are Bailouts Inevitable?*, in *Yale Journal on Regulation*, 29, 2012, pp. 121 ss. e, ivi, p. 138).

⁽⁸⁰⁾ Ciò, tuttavia, non accade nell'ipotesi in cui l'esclusione *ad hoc* di una o più passività sia fondata sulla necessità di evitare che l'applicazione del *bail-in* determini una «*distruzione di valore*» tale da porre a carico dei creditori non esclusi perdite maggiori di quelle che conseguono per effetto dell'esclusione.

dell'autorità di risoluzione del potere di esclusione *ad hoc*. In particolare, con riferimento a quest'ultimo potere, il pericolo che la risoluzione lasci ampi strascichi contenziosi appare particolarmente rilevante se si considera che i presupposti in presenza dei quali ne è consentito l'esercizio, per la sua funzione di norma di chiusura del sistema, sono necessariamente molto vaghi ⁽⁸¹⁾.

Inoltre, come anticipato al precedente paragrafo, il carattere di eccezionalità che dovrebbe connotarne il ricorso al potere di esclusione *ad hoc* di passività astrattamente *bailinable* rischia, in concreto, di rivelarsi una mera enunciazione di principio. Infatti, pare possibile dubitare del fatto che le esenzioni stabilite in via generale comprendano, in maniera esaustiva, tutte le tipologie di passività bancarie il cui sacrificio risulta ordinariamente lesivo di interessi preminenti ⁽⁸²⁾.

In merito, sembra opportuno segnalare che la direttiva non ha previsto alcunché in ordine al trattamento nel *bail-in* dei crediti controversi. La scelta di non prevedere un'esenzione generale pare opportuna, atteso che essa avrebbe posto un incentivo alla strategica proliferazione di contenziosi in prossimità dell'insorgere della crisi di una banca. Tuttavia, al fine di rendere possibile il *bail-in* di tali passività, il legislatore italiano ha opportunamente predisposto un meccanismo specifico per il trattamento dei crediti contestati. Ciò appare necessario in quanto la ricapitalizzazione realizzata per mezzo dello strumento del *bail-in* deve necessariamente avere connotati di stabilità al fine di consentire che il mercato possa confidare nel definitivo superamento della crisi da parte della banca e nel valore delle azioni emesse (o sopravvissute in ipotesi di diluizione dei vecchi soci) a seguito dell'azione di risoluzione. In altri termini, affinché lo strumento del *bail-in* possa essere efficace è necessario che un'incertezza in merito alla sussistenza, all'ammontare o al grado di priorità di passività controverse non ne possa compromettere la stabilità degli effetti.

In quest'ottica, le modalità tecniche con cui è stato disciplinato nell'ordinamento italiano il trattamento delle passività controverse nel *bail-in* non appaiono soddisfacenti. Infatti, l'art. 52, comma 2, lett. d), Decreto BRRD dispone

⁽⁸¹⁾ In questo senso, si veda J.H. BINDER, *The position of creditors under the BRRD*, cit., pp. 17 ss. e, in specie, p. 19.

⁽⁸²⁾ Uno dei principali timori è che si renda, quasi sempre, necessario escludere dal *bail-in* le passività ammissibili di cui sono titolari coloro che hanno anche depositi presso la banca sottoposta a risoluzione. La reazione alla riduzione o conversione di tali passività ammissibili potrebbe determinare, infatti, una "corsa agli sportelli", con distruzione di valore in misura tale da giustificare la previsione di un'esenzione *ad hoc* (v. *supra* §3.4).

che la cancellazione o la conversione delle passività contestate si applichi – secondo l'ordine di priorità vigente in caso di fallimento (v. *infra* §5.1) – per l'ammontare di debito riconosciuto dalla banca sottoposta a risoluzione. Se all'esito della controversia dovesse essere accertato un debito maggiore, gli effetti del *bail-in* verrebbero estesi all'eventuale eccedenza di pretesa accertata dal giudizio e, con riferimento alle altre passività, verrebbe ripristinato il trattamento loro spettante se la passività contestata fosse stata, sin da subito, conteggiata per il maggior valore poi accertato in giudizio. Questa disciplina non sembra assicurare la stabilità degli effetti necessaria affinché il *bail-in* possa ripristinare la fiducia del mercato verso la banca risolta ed evitare che la crisi ingeneri ripercussioni sistemiche. In particolare, il meccanismo approntato non sembra offrire alcuna soluzione rispetto all'ipotesi in cui la controversia non verta (o non verta soltanto) sull'ammontare di una passività, ma (anche) sull'ordine di priorità che ad essa deve essere riconosciuto. In quest'ultimo caso, non si tratta infatti di quantificare l'ammontare del *deficit* patrimoniale al fine di determinare l'entità della riduzione o della conversione, ma di stabilire se e con che modalità la passività sia interessata dal *bail-in*. Inoltre, anche l'estensione degli effetti della conversione in azioni alla quota di passività inizialmente non riconosciuta dalla banca, ma successivamente accertata, potrebbe avere effetti destabilizzanti sul valore delle azioni emesse dalla banca risolta ⁽⁸³⁾.

Ciò permette, quantomeno, di dubitare della compatibilità con la direttiva BRR del trattamento previsto dal legislatore italiano in materia. In particolare, dall'analisi sistematica della BRRD sembra ricavarsi un principio secondo cui la tutela “in forma specifica” degli azionisti e dei creditori, mediante la rivalutazione della loro pretesa

⁽⁸³⁾ Si pensi, ad esempio, al caso in cui si applichi il *bail-in* ad una passività controversa riconosciuta per 1000 dalla banca, con conversione in azioni del 30% della passività. L'accertamento, che può avvenire anche dopo molto tempo, di un maggiore valore nominale di detta passività per complessivi 3000 determinerebbe l'emissione di ulteriori azioni per un controvalore di 600 (pari al 30% dell'eccedenza accertata di 2000), con possibili effetti sul valore delle azioni attribuite ai creditori convertiti all'esito della risoluzione e ricadute in ordine al rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio. Inoltre, l'emergere di una sopravvenienza passiva di 1400 (pari al 70% dell'eccedenza accertata di 2000) potrebbe determinare la necessità di intervenire nuovamente su tutte le passività della banca per ripristinare un adeguato patrimonio di vigilanza.

Diversamente, quando in ogni caso il credito, per il suo grado di priorità, è destinato ad essere integralmente ridotto per effetto del *bail-in*, l'esito della controversia in merito alla sua esistenza/ammontare è, chiaramente, del tutto ininfluenza sugli effetti derivanti dall'applicazione dello strumento.

(c.d. *write up*), è consentita solo nelle ipotesi in cui possa avvenire in tempi brevissimi (come quando il diritto alla rivalutazione sia stato accertato nella valutazione definitiva; sul tema, v. *supra* Cap. II §8.1). Diversamente, quando la tutela degli azionisti e dei creditori richiede tempi più lunghi di accertamento, è stata prevista una tutela “per equivalente”, come nel caso di violazione del principio dell’assenza di pregiudizio che attribuisce all’azionista o al creditore pregiudicato il diritto ad ottenere una compensazione in denaro da parte del fondo di risoluzione (v. *supra* Cap. II §8.3).

Il pericolo, in questo quadro, è che l’inadeguatezza del meccanismo di trattamento delle passività controverse induca l’autorità di risoluzione ad fare uso sistematico, con riferimento ad esse, del potere di esclusione *ad hoc* ⁽⁸⁴⁾, in contrasto con la natura eccezionale di tale potere e con conseguenze, in termini di incentivi, analoghe a quelle che deriverebbero dalla previsione di un’ipotesi di esenzione generale per le passività controverse (v. *supra*). Una soluzione alternativa, applicabile alle passività controverse non strategiche, potrebbe essere quella di utilizzare il *bail-in* in combinazione con lo strumento dell’ente ponte: tali passività rimarrebbero in capo alla banca sottoposta a risoluzione, cui dovrebbe essere lasciato un patrimonio la cui liquidazione dovrebbe essere sufficiente ad assicurare un trattamento delle passività controverse compatibile con il principio dell’assenza di pregiudizio. Nel caso di un’erronea prognosi in merito all’effettivo ammontare di tali passività controverse, al relativo grado di priorità o al ricavato della liquidazione del patrimonio non trasferito all’ente-ponte, sarebbe eventualmente il Fondo di risoluzione ad integrare il trattamento di tali creditori al fine di consentire il rispetto del principio dell’assenza di pregiudizio (v. *supra* al Cap. II, §8.3).

Oltre che in relazione alla concreta applicazione dello strumento del *bail-in*, il tema delle passività ammissibili e delle esenzioni appare molto delicato anche in relazione agli effetti che esso produrrà sul comportamento delle banche e degli operatori del mercato. È verosimile che la ricerca di modalità più profittevoli per la raccolta del capitale indirizzino la stessa verso modalità esenti da *bail-in*, meno costose

⁽⁸⁴⁾ Ciò sembra possibile in considerazione del fatto che l’instabilità degli effetti del *bail-in*, conseguente all’incertezza relativa all’ammontare e al grado di priorità di una passività controversa, potrebbe porre a rischio la stabilità sistemica e determinare, con riferimento alla banca “risolta”, una situazione di tensione finanziaria fonte di una rilevante distruzione di valore. Sul tema dei presupposti legittimanti l’esercizio del potere di esclusione *ad hoc*, v. *supra* §3.4.

per le banche (che devono remunerare, tramite la corresponsione di interessi, il rischio che la banca venga sottoposta a *bail-in* nell'ambito di una risoluzione) e più sicure per gli investitori (che hanno maggiori possibilità di vedere la loro pretesa integralmente soddisfatta, anche in caso di crisi della banca debitrice) ⁽⁸⁵⁾. Questo rischio di arbitraggio non dovrebbe, tuttavia, condurre a rendere impraticabile la soluzione di un'eventuale crisi tramite l'utilizzo del *bail-in*. Infatti, la presenza di passività ammissibili in misura adeguata dovrebbe essere assicurata per ciascuna banca dal potere dell'autorità di risoluzione di fissare il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (c.d. MREL, su cui *infra* nel prossimo paragrafo) in occasione della predisposizione e dell'aggiornamento, con cadenza almeno annuale, dei piani di risoluzione (v. *supra* Cap. II, §5) ⁽⁸⁶⁾. In altri termini, ferma la possibilità per alcuni investitori di utilizzare modalità di finanziamento non soggette, o più difficilmente soggette, ad un *bail-in* ⁽⁸⁷⁾, ciascuna banca dovrebbe comunque dotarsi di un ammontare di passività *bailinable* ritenuto adeguato dall'autorità di risoluzione a soddisfare i requisiti minimi in tema di fondi propri e passività ammissibili ⁽⁸⁸⁾.

Prima di concludere sul tema delle passività ammissibili, sembra opportuno soffermarsi brevemente sulla scelta fatta dal legislatore nel prevedere che il *bail-in*

⁽⁸⁵⁾ Cfr. J. ZHOU, V. RUTLEDGE, W. BOSSU, M. DOBLER, N. JASSAUD, M. MOORE, *From bail-out to bail-in: mandatory debt restructuring of systemic financial institutions*, cit., p. 21.

⁽⁸⁶⁾ In questo senso, J. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible*, cit., p. 21; T. CONLON, J. COTTER, *Anatomy of a Bail-In*, cit., p. 262. Sul tema, si veda anche S. GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, cit., p. 20, che ritiene che la possibilità per le banche di finanziarsi tramite modalità escluse dall'applicazione del *bail-in* deve ritenersi, persino, opportuna, in quanto permette la raccolta di capitali anche durante periodi durante i quali prevale la sfiducia nei mercati.

⁽⁸⁷⁾ Ciò potrebbe avvenire, ad esempio, rinnovando continuamente passività a brevissimo termine e, in tal modo, contribuendo ad incrementare la fragilità delle imprese bancarie, la cui funzione di trasformazione di preferenze di investimento diverse grazie all'opera di intermediazione nel credito implica, necessariamente, una pericolosa tensione tra raccolta a breve o brevissimo termine e impieghi a medio-lungo termine (v. *supra* Cap. II, §2).

Un'altra ipotesi verosimile potrebbe essere un più sostanzioso ricorso a passività rette da leggi extraeuropee, così da renderne più complessa la sottoposizione a *bail-in* (tuttavia, v. *supra* al §3.2 in merito al dovere di inserire una clausola contrattuale di riconoscimento del *bail-in*). Sul tema, si veda più ampiamente A. GARDELLA, *Bail-In and the Two Dimension of Burden Sharing*, cit., p. 214.

⁽⁸⁸⁾ In ogni caso, la direttiva ha posto a carico dell'EBA il compito di predisporre entro il 31 ottobre 2016 una relazione contenente, tra le altre cose, un'analisi dell'impatto che la disciplina delle passività ammissibili e i requisiti in tema di fondi propri e passività ammissibili (su cui *infra* al §4) hanno avuto su i mercati finanziari, sulla struttura dei bilanci delle banche e sulle strategie di finanziamento (art. 45, par. 19 e 20, BRRD). Sulla base di tale relazione, la Commissione europea potrà valutare l'opportunità di formulare proposte normative in materia di requisiti minimi in tema di fondi propri e passività ammissibili (art. 45, par. 18, BRRD).

possa applicarsi anche alle passività sorte prima dell'adozione della disciplina della risoluzione. Infatti, i titolari di queste passività hanno apportato risorse alla banca quando – in mancanza di adeguati strumenti per la gestione della crisi delle banche più grandi – essi potevano fare ragionevole affidamento sull'esistenza di un'implicita garanzia pubblica sulle passività bancarie (v. *supra* Cap. II, §2) e non hanno, pertanto, considerato gli effetti del *bail-in* ai fini della determinazione delle condizioni del loro investimento (ad esempio, definizione del tasso di interessi e scelte in tema di profilo di rischio). L'affidamento dei creditori “precedenti” in ordine all'attuazione, in caso di crisi, di un salvataggio pubblico non risulta meritevole di protezione, basandosi, esclusivamente, su una mera aspettativa priva di fondamento giuridico ⁽⁸⁹⁾. La scelta di applicare le norme sul *bail-in* anche alle passività “precedenti” risulta, pertanto, costituzionalmente compatibile (v. *infra* Cap. IV §6, nt. 60). Tuttavia, essa ha comportato un trasferimento di ricchezza dagli investitori alle banche ⁽⁹⁰⁾, che si giustifica soltanto con l'esigenza di rendere lo strumento immediatamente applicabile (i tempi necessari per l'emissione di uno *stock* sufficiente di “nuove” passività ammissibili sarebbero stati molto lunghi) ⁽⁹¹⁾.

⁽⁸⁹⁾ In questo senso, si veda la recente sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea, pronunciata il 19 luglio 2016 nella causa *Kotnik e altri*, C-526/14 (reperibile all'indirizzo <http://curia.europa.eu/juris/liste.jsf?language=it&td=ALL&num=C-526/14>), che ha chiaramente escluso la possibilità che azionisti e creditori possano invocare il principio di tutela del legittimo affidamento in merito al salvataggio spese pubbliche delle banche, poiché «*gli operatori economici non possono fare legittimamente affidamento sulla conservazione di una situazione esistente che può essere modificata nell'ambito del potere discrezionale delle istituzioni dell'Unione*» (par. 66). Nello stesso senso, le conclusioni dell'avvocato generale Wahl nella medesima causa (paragrafi 68 e 69).

⁽⁹⁰⁾ In altri termini, rispetto alle passività sorte in precedenza, le banche hanno potuto beneficiare di un costo della raccolta inferiore rispetto a quanto adeguato a remunerare il rischio. Ciò emerge anche dallo studio pubblicato da Standard & Poor's (*How a Bail-In Tool Could Affect our Ratings on EU Banks*, 10 maggio 2012), secondo il quale l'introduzione del *bail-in* avrebbe richiesto il *downgrading* del *rating* attribuito alle passività emesse dalle banche sistemiche, comportando la drastica riduzione della probabilità di un intervento di sostegno pubblico in caso di crisi.

⁽⁹¹⁾ Per i creditori involontari (ad esempio, i creditori a titolo di risarcimento dei danni da responsabilità extracontrattuale), possono essere svolte considerazioni analoghe a quanto appena osservato in merito all'incapacità di adeguare la remunerazione del rischio da parte dei titolari di pretese sorte precedentemente all'adozione della disciplina della risoluzione (e, dunque, *non-adjusting*). Sul tema, si veda anche G. PRESTI, *Il bail-in*, cit., p. 353. Con riferimento ai creditori involontari, tuttavia, l'impossibilità di utilizzare lo strumento della definizione dei tassi di interesse quale meccanismo di internalizzazione del costo sopportato in ragione del rischio di vedersi costretti a contribuire all'assorbimento delle perdite in caso di crisi della banca non dipende dalla mancata previsione di una disciplina transitoria, ma trova la sua motivazione nella natura stessa della pretesa e, pertanto, sussiste anche per le pretese sorte successivamente all'introduzione della disciplina della risoluzione. Sul punto, tuttavia, può notarsi che la situazione dei creditori involontari rispetto ad una

4. L'essenziale pianificazione del *bail-in*: requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (c.d. MREL)

Nel disegnare il nuovo sistema di risoluzione della crisi bancarie, il legislatore europeo ha mostrato di aver tratto un fondamentale insegnamento dall'esperienza della recente crisi finanziaria: il grado di complessità che caratterizza la risoluzione delle crisi bancarie e i tempi strettissimi entro cui è necessario, una volta emersa la crisi, trovare una soluzione che ristabilisca la fiducia nel mercato rendono imprescindibile un'adeguata pianificazione *ex ante*.

Come si è già osservato nel Capitolo II al §5.1, all'interno dei piani di risoluzione l'autorità di risoluzione è chiamata ad ipotizzare con cadenza almeno annuale diversi scenari di crisi che potrebbero interessare ciascuna banca e per ognuno di questi scenari identificare le modalità con cui si prevede di risolvere l'eventuale crisi ⁽⁹²⁾. Con riferimento allo strumento del *bail-in*, l'autorità di risoluzione deve identificare, in occasione della predisposizione e dell'aggiornamento periodico di tale piano, il livello minimo di fondi propri e passività ammissibili (c.d. *minimum requirement for own funds and eligible liabilities* o MREL) necessario a consentire che, negli scenari ipotizzati, possa realizzarsi una ricapitalizzazione "interna" della banca tramite questo strumento di risoluzione.

Poiché, in caso di sottoposizione a risoluzione della banca, i piani di risoluzione hanno soltanto funzione di supporto all'autorità nella definizione dell'intervento, non vincolandone tuttavia le modalità (v. *supra* Cap. II, §5.1), non può escludersi che la situazione di dissesto o di rischio di dissesto di una banca venga superata, in concreto, mediante un *bail-in*, nonostante tale strumento non fosse stato previsto nel relativo piano di risoluzione. Coerentemente, è stato previsto che il MREL, benché principalmente funzionale al *bail-in*, abbia natura di requisito generale che, sulla base

banca debitrice è semplicemente venuta coincidere, per effetto dell'introduzione di meccanismi in grado di allocare le perdite sugli azionisti e creditori, con quanto regolarmente accade per tale tipologia di creditori nella generalità dei casi dove non è prevista una garanzia pubblica per l'adempimento della loro pretesa risarcitoria (si pensi, al caso in cui il danneggiante sia una società di capitali ordinaria o anche una persona fisica privi di una patrimonio capiente per far fronte al risarcimento dei danni).

⁽⁹²⁾ L'autorità di risoluzione, in occasione della predisposizione dei piani di risoluzione, ove ravvisi impedimenti alla risoluzione della banca in caso di crisi, dispone del potere di sollecitare o, addirittura, imporre modifiche alla strategia di *business*, alla struttura finanziaria o di *governance* della banca (art. 16 Decreto BRR, che recepisce l'art. 17 BRRD). Sul punto, si veda anche *supra* Cap. II, §5.1.

di una determinazione individuale dell'autorità di risoluzione competente, deve essere rispettato da tutte le banche.

Tuttavia, tale determinazione da parte dell'autorità di risoluzione deve necessariamente tenere conto – oltre che delle caratteristiche specifiche della singola banca (ad esempio, livello di rischio, dimensioni, rilevanza internazionale, partecipazione ad un gruppo) – del contenuto del piano di risoluzione ⁽⁹³⁾. Più precisamente, la determinazione del MREL evidentemente risente della previsione o meno di un *bail-in* all'interno del piano, delle modalità con cui si pianifica di attuare tale strumento e dell'esistenza di passività rispetto alle quali l'autorità prevede di esercitare il proprio potere discrezionale di esenzione (v. *infra* §3.4). Inoltre, nel caso di gruppi, la scelta da parte dell'autorità in merito alla collocazione delle passività ammissibili tra le varie società partecipanti al gruppo (e, dunque, su come ripartire il MREL complessivo all'interno delle singole società del gruppo) dipende dalla scelta esercitata all'interno del piano di risoluzione di gruppo in relazione all'alternativa tra utilizzare il *bail-in* sulle singole società appartenenti al gruppo che vengano a trovarsi in crisi (c.d. *multiple point of entry strategy*) oppure sempre e soltanto sulla società capogruppo, lasciando poi che sia questa a ricapitalizzare le società controllate in crisi (c.d. *single point of entry strategy*) ⁽⁹⁴⁾.

⁽⁹³⁾ In tal senso, si veda il considerando n. 80 della BRRD che recita «Il MREL dovrebbe riflettere la strategia di risoluzione idonea a un gruppo in conformità del piano di risoluzione» e l'art. 12, par. 2, del Reg. SRM ove si afferma «nell'elaborare i piani di risoluzione a norma dell'articolo 9, le autorità nazionali di risoluzione, previa consultazione delle autorità competenti, determinano il requisito minimo [...] di fondi propri e passività ammissibili che possono essere soggetti a svalutazione e conversione, che le entità di cui all'articolo 7, paragrafo 3, sono tenute a rispettare in ogni momento» (sottolineatura aggiunta). Sul tema, si veda anche J. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible*, cit., p. 21; S. GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, cit., p. 19.

⁽⁹⁴⁾ Con riferimento alla collocazione delle passività tra le società all'interno di un gruppo bancario, si pensi a come può incidere la scelta di utilizzare, in caso di crisi, il *bail-in* solo sulle singole società in difficoltà (c.d. *multiple point of entry strategy*) o soltanto sulla società capogruppo creando così i presupposti affinché sia questa a ricapitalizzare le società controllate in difficoltà (c.d. *single point of entry strategy*). Il tema della superiorità di uno dei due approcci – entrambi consentiti dal quadro normativo europeo (cfr. il considerando n. 80 della BRRD) – è un tema tuttora molto discusso (si veda, ad esempio, la posizione del *Financial Stability Board* che ai fini della definizione di uno *standard* comune a livello internazionale in materia di capacità di assorbimento totale delle perdite, c.d. *total loss-absorbing capacity* o TLAC, prende posizione in favore della *single point of entry strategy* prevedendo che il trasferimento delle perdite dalle filiazioni in crisi alla *resolution entity*, che di solito è identificata nella capogruppo, avvenga mediante un meccanismo di “contagio controllato” definito *internal TLAC*, cfr. FSB, *Total Loss-Absorbing Capacity (TLAC) Principles and Term Sheet*, 9 novembre 2015, reperibile all'indirizzo www.fsb.org/2015/11/total-loss-absorbing-capacity-tlac-principles-and-term-sheet/).

In merito ai criteri in base ai quali l'autorità di risoluzione determina il livello di fondi propri e passività ammissibili che devono essere detenute, «*in ogni momento*», da ciascun intermediario, occorre subito evidenziare come tali criteri trovino un'enunciazione alquanto generica nella normativa europea ⁽⁹⁵⁾ e siano (in parte) specificati nei progetti di norme tecniche di attuazione elaborati dall'EBA in esecuzione di quanto previsto espressamente dalla direttiva BRR ⁽⁹⁶⁾. In particolare, la normativa europea stabilisce sei criteri “minimi” ai fini della determinazione del livello di MREL («*Il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili di ciascun ente [...] è determinato dall'autorità di risoluzione previa consultazione dell'autorità competente, almeno in base ai criteri seguenti*»):

a) la necessità di assicurare che ciascun ente abbia fondi propri e passività sufficienti a consentire l'utilizzo di tutti gli strumenti di risoluzione, tra cui in particolare il *bail-in*, in modo da permettere di realizzare gli obiettivi della risoluzione (v. *supra* Cap. II, §5.4);

b) la necessità di assicurare che le passività siano sufficienti a consentire di assorbire le perdite e ripristinare il capitale primario di classe 1 (CET 1) ad un livello adeguato a consentire alla banca di continuare a rispettare le condizioni per l'autorizzazione all'attività bancaria e ristabilire la fiducia nel mercato;

c) la necessità di assicurare che il requisito *sub b* sia rispettato anche tenuto conto delle passività ammissibili per le quali il piano di risoluzione ha previsto una cessione integrale ad un terzo o l'esenzione da *bail-in*, con conseguente soddisfazione integrale delle stesse ⁽⁹⁷⁾;

⁽⁹⁵⁾ Art. 45, par. 6, direttiva BRR, riprodotto all'art. 50, comma 1, del Decreto BRR.

⁽⁹⁶⁾ Si veda *EBA FINAL Draft Regulatory Technical Standards on criteria for determining the minimum requirement for own funds and eligible liabilities under Directive 2014/59/EU*, pubblicata in data 3 luglio 2015 e disponibile all'indirizzo www.eba.europa.eu/documents/10180/1132900/EBA-RTS-2015-05+RTS+on+MREL+Criteria.pdf.

⁽⁹⁷⁾ Diversamente da quanto previsto dall'art. 45, par. 6, lett. c), della direttiva BRR, la disciplina nazionale di recepimento, contenuta all'art. 50 Decreto BRR, non fa riferimento all'ipotesi in cui le passività siano trasferite nell'ambito di una cessione parziale del patrimonio della banca sottoposta a risoluzione ad un terzo acquirente o ad un ente-ponte. Tuttavia, poiché le passività trasferite sono verosimilmente destinate ad essere soddisfatte integralmente, con effetto di riduzione delle risorse disponibili per un *bail-in* analogamente a quanto accade in caso di esenzione *ad hoc* di passività ammissibili, appare corretto ritenere che, malgrado l'omessa previsione di questa ipotesi da parte del legislatore italiano, l'autorità di risoluzione debba comunque tenere conto ai fini della determinazione del MREL anche della previsione di un simile scenario nell'ambito del piano di risoluzione.

d) le dimensioni, le caratteristiche operative, il modello di finanziamento e il profilo di rischio della banca;

e) la misura in cui è prevedibile che il fondo di garanzia dei depositi possa intervenire a sostegno della risoluzione;

f) il grado rischio che la banca pone, in caso di dissesto, per la stabilità del sistema finanziario.

Tali criteri “minimi” devono, poi, essere integrati sulla base dei criteri “specifici” previsti dall’EBA. Più precisamente, con riferimento ai criteri *sub a* e *b*, l’EBA distingue tra due separate componenti del MREL ai fini della sua quantificazione. Il livello di fondi propri e passività ammissibili deve essere, infatti, sempre tale da consentire l’integrale assorbimento delle perdite che possono essere previste nei vari scenari di crisi prospettati nel piano di risoluzione; oltre a ciò, a seconda del contenuto del piano, può essere necessaria la presenza di passività in misura tale da consentire la ricapitalizzazione della banca sottoposta a risoluzione. La prima componente richiede una valutazione da parte dell’autorità di risoluzione che si sovrappone, nella sostanza, alla valutazione compiuta dall’autorità di vigilanza competente nella determinazione del patrimonio di vigilanza (il cui livello deve essere tale da consentire di assorbire eventuali perdite ponendole a carico di coloro che sono titolari di pretese computabili nei fondi propri, v. *supra* §3.1). Nel compiere tale valutazione l’autorità di risoluzione non è, tuttavia, tenuta ad aderire alle considerazioni dell’autorità di vigilanza, potendosene discostare prevedendo che tale componente di MREL sia inferiore o superiore (come verosimilmente accadrà più spesso) ai requisiti di capitale⁽⁹⁸⁾. La seconda componente non è necessaria – in base ai criteri elaborati dall’EBA – ove la banca sia ritenuta liquidabile senza pericolo per la stabilità del sistema finanziario; in caso contrario, è necessario che la banca disponga di fondi propri e

⁽⁹⁸⁾ Al riguardo si consideri che gli elementi che concorrono alla formazione del patrimonio di vigilanza rientrano tutti tra gli elementi computabili nel MREL, il quale ha un’estensione più ampia includendo anche passività ammissibili che non sono qualificate come fondi propri (ad esempio, obbligazioni ordinarie). Inoltre, la valutazione dell’autorità di risoluzione in merito alla quantificazione della MREL è unitaria e non distingue tra le due componenti indicate. Pertanto, una quantificazione della componente di MREL necessaria al fine di consentire l’assorbimento delle perdite in misura maggiore rispetto al patrimonio di vigilanza non richiede che la banca aumenti i suoi fondi propri, essendo sufficiente che l’ammontare complessivo di fondi propri e passività ammissibili, indipendentemente dalla composizione interna di tale ammontare, raggiunga la soglia fissata dall’autorità.

passività ammissibili in misura sufficiente a consentirne una ricapitalizzazione ad un livello idoneo a ripristinare la fiducia del mercato nella solidità della banca ⁽⁹⁹⁾. A tal fine, in base a quanto stabilito dall'EBA, occorre avere riguardo al livello di patrimonializzazione delle altre banche ad essa paragonabili.

Con riferimento al criterio *sub c*, l'EBA ha precisato che, nel caso in cui il piano di risoluzione preveda l'esenzione di passività *bailinable* o la cessione integrale delle stesse ad un terzo (con conseguente soddisfazione integrale), il MREL debba essere determinato ad un livello tale da evitare che i creditori non esentati (che, per effetto dell'esenzione o cessione, si fanno carico di perdite proporzionalmente maggiori) subiscano un trattamento peggiore rispetto a quello che sarebbe loro spettato in caso di liquidazione. In altre parole, la misura del MREL dovrebbe essere tale da assicurare

⁽⁹⁹⁾ Alcuni esempi, tratti dal progetto di norme tecniche elaborato dall'EBA, possono essere utili. Volendo esemplificare, la Banca A ha dimensioni ridotte e viene ritenuta dall'autorità di risoluzione liquidabile senza pericolo per la stabilità del sistema finanziario. Il coefficiente minimo di capitale è complessivamente pari al 10,5% delle attività ponderate per il rischio che – assumendo che le attività ponderate per il rischio siano pari al 35% del totale dei fondi propri e delle passività – equivale al 3,7% del totale dei fondi propri e delle passività. L'autorità di risoluzione dovrebbe quindi determinare il livello minimo di fondi propri e passività ammissibili (MREL) nella misura del 3,7%, non dovendo tenere conto di alcuna componente di passività destinata a garantire la ricapitalizzazione.

La Banca B ha dimensioni medie e, in base al piano di risoluzione per essa elaborato, le funzioni critiche saranno trasferite ad un ente-ponte in caso di risoluzione della banca. Assumendo che il coefficiente minimo di capitale e il rapporto tra attività ponderate per il rischio e totale dei fondi propri e delle passività siano uguali a quelli della Banca A, l'assorbimento delle perdite richiederebbe anche in questo caso un livello minimo di fondi propri e passività ammissibili pari al 3,7% cui, tuttavia, andrebbe aggiunta una quota di passività sufficiente a consentire all'ente-ponte di rispettare i requisiti in tema di coefficiente minimo di capitale. Se ipotizziamo che il piano di risoluzione preveda il trasferimento all'ente ponte della metà delle attività ponderate per il rischio della banca (*i.e.*, 17,5% del totale dei fondi propri e delle passività), al fine di rispettare un coefficiente minimo di capitale del 10,5% delle attività ponderate occorre che i fondi propri e le passività ammissibili siano pari all'1,8% del totale dei fondi propri e delle passività. Pertanto, l'autorità di risoluzione dovrebbe determinare il MREL in misura pari a 5,5% del totale dei fondi propri e delle passività (risultante dalla somma della componente di MREL destinata ad assorbire le perdite e dalla componente di MREL finalizzata ad assicurare il rispetto del coefficiente di capitale da parte dell'ente-ponte).

Infine, la Banca C è una banca di grandi dimensioni per la quale, nel piano di risoluzione, è stato previsto l'utilizzo del *bail-in* in caso di crisi. Assumendo che essa abbia un coefficiente minimo di capitale pari a 15% delle attività ponderate per il rischio (più elevato della Banca A e della Banca B in ragione della rilevanza sistemica rivestita) che – assumendo che le attività ponderate per il rischio siano pari al 35% del totale dei fondi propri e delle passività – equivale al 5,4% del totale dei fondi propri e delle passività. L'autorità di risoluzione dovrebbe quindi determinare il livello minimo di fondi propri e passività ammissibili (MREL) nella misura del 10,8% del totale dei fondi propri e delle passività, risultante dalla sommatoria della componente di fondi propri e passività ammissibili destinata a garantire l'assorbimento delle perdite e della componente (sempre pari al 5,4%) necessaria al fine di consentire la ricapitalizzazione della banca mediante *bail-in*.

che la quota di perdite non assorbite dalle passività esentate o cedute si ripartisca su un ammontare di passività sufficiente ad evitare che si determini la lesione del principio dell'assenza di pregiudizio per i creditori non esentati e, pertanto, che si renda necessario l'intervento del Fondo di risoluzione mediante il versamento di un'indennità ⁽¹⁰⁰⁾.

Al riguardo, merita rilevare un profilo di possibile contrasto tra le istanze cui deve essere orientata l'azione dell'autorità di vigilanza e l'azione dell'autorità di risoluzione. Uno dei presupposti principali su cui può essere basata la concessione di un'esenzione *ad hoc* è rappresentato, come vi è visto *supra* al §3.4, dal rischio di contagio sistemico che risulterebbe dalla riduzione o conversione di passività *bailinable*. Con ciò si vuole offrire all'autorità di risoluzione uno strumento per evitare che l'imposizione di perdite a carico di altre banche possa fungere da veicolo della crisi e minare la stabilità del sistema finanziario. Come appena visto, la previsione di un'esenzione *ad hoc* all'interno del piano di risoluzione dovrebbe solitamente tradursi

⁽¹⁰⁰⁾ Un esempio può essere d'aiuto: se si ipotizza che una banca ha un attivo di 1000 e un passivo composto da 850 di depositi protetti, 100 di passività non garantite (50 relativi a un finanziamento da parte di un'altra banca e 50 relativi all'emissione di un prestito obbligazionario) e 50 di fondi propri (tra cui, il capitale sociale). Ipotizziamo, inoltre, che il piano di risoluzione preveda l'esenzione delle passività relative al finanziamento bancario in quanto la sua cancellazione o conversione, secondo l'autorità di risoluzione, determinerebbe un rischio per la stabilità del sistema finanziario. Se la banca in questione subisce perdite per 50 (l'attivo scende a 950), alla luce dell'esclusione del finanziamento bancario, l'applicazione dello strumento del *bail-in* determinerà la cancellazione del capitale e la conversione di tutte le passività relative al prestito obbligazionario in capitale. Assumendo adesso che la valutazione definitiva (su cui *supra* Cap. II §8.3) evidenzia che il valore di mercato delle partecipazioni attribuite agli obbligazionisti sia 40, con conseguente perdita da parte degli stessi di 10 rispetto al valore nominale del loro credito, e che le perdite, in caso di liquidazione sarebbero ammontate a 65, il trattamento riservato agli obbligazionisti nella risoluzione sarebbe peggiore rispetto a quello ottenuto in caso di liquidazione (ove gli obbligazionisti e la banca finanziatrice avrebbero ciascuno ricevuto 42,5), con conseguente necessità che la lesione del principio dell'assenza di pregiudizio venga compensata con l'utilizzo del Fondo di risoluzione (tramite il pagamento agli obbligazionisti della somma di 2,5 onde pareggiare il trattamento che avrebbero ricevuto in caso di liquidazione).

Al fine di evitare la necessità che intervenga il Fondo di risoluzione, l'EBA richiede che – anticipando gli effetti dell'esenzione o cessione di alcune passività astrattamente *bailinable* – l'autorità di risoluzione incrementi il MREL (ad esempio, nell'ipotesi descritta, richiedendo l'emissione di un ulteriore prestito obbligazionario per 50) in modo tale da aumentare le passività ammissibili su cui ripartire la perdita derivante dall'esenzione/cessione di alcune di esse e, dunque, garantire comunque, senza l'intervento del Fondo, il rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio (nell'esempio sopra, se le obbligazioni fossero state pari a 100, gli obbligazionisti avrebbero subito una perdita di 10 – ricevendo 50 di capitale con valore di mercato di 40 e conservando il loro credito per un valore nominale di 50 – pari al trattamento che sarebbe loro spettato in caso di liquidazione).

in un incremento del requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili, con la conseguenza che la banca sarebbe chiamata, ad esempio, ad emettere nuove obbligazioni. In una prospettiva di pianificazione della risoluzione, le nuove obbligazioni emesse dovrebbero essere collocate presso soggetti non finanziari, così da limitare il rischio di contagio ed escludere che possa rendersi necessario, anche rispetto ad esse, la concessione di un'esenzione *ad hoc*. L'autorità di vigilanza, tuttavia, potrebbe spingere, al contrario, verso l'emissione di obbligazioni collocabili solo presso soggetti sofisticati, aventi prevalentemente natura finanziaria, nell'esercizio delle sue competenze in materia di protezione dei consumatori ⁽¹⁰¹⁾.

Il criterio *sub e*, in virtù del rinvio effettuato alla disciplina in tema di intervento dei sistemi di garanzia dei depositanti, non ha richiesto precisazioni significative da parte dell'EBA. Sul punto è opportuno, tuttavia, ricordare quanto detto in merito agli effetti della previsione di una preferenza generale per i depositi, il cui effetto è quello di rendere molto marginali le ipotesi in cui potranno essere erogati contributi da parte del fondo di garanzia dei depositi (v. *infra* §5.1).

L'EBA ha, poi, previsto con riferimento al criterio *sub d* che l'autorità di risoluzione debba richiedere in ogni caso all'autorità di vigilanza una sintesi delle valutazioni compiute in merito alle dimensioni, alle caratteristiche operative, al modello di finanziamento e al profilo di rischio della banca ai fini della determinazione del patrimonio di vigilanza. Ciò, in ragione dell'opportunità di evitare immotivate differenze di valutazione tra autorità e inutili duplicazioni di attività, ferma tuttavia restando la libertà dell'autorità di risoluzione di discostarsi nella determinazione del MREL da quanto contenuto in tale sintesi.

Infine, il criterio *sub f* richiede all'autorità di compiere una valutazione prognostica, ai fini della determinazione del MREL, di quale possa essere l'impatto di una crisi di ciascuna banca sulla stabilità del sistema finanziario. Al riguardo, l'EBA si è limitata a precisare che – conformemente a quanto previsto dal documento del *Financial Stability Board* (FSB) in tema di *total loss-absorbing capacity* (TLAC), che pone

⁽¹⁰¹⁾ L'inadeguatezza della disciplina europea nella prospettiva di una corretta collocazione sul mercato delle passività *bailinable* è segnalata da M.R. GÖTZ, T. TRÖGER, *Should the marketing of subordinated debt be restricted/ different in one way or the other? What to do in the case of mis-selling?*, in *White Paper Series*, No. 35, 2016, i quali ritengono che nell'ottica di una gestione efficiente delle crisi bancarie dovrebbe essere impedito ai consumatori di acquistare titoli e obbligazioni suscettibili di essere sottoposte a *bail-in*.

requisiti destinati a diventare, in un prossimo futuro, vincolanti per le banche di importanza sistemica globale (c.d. *global systemically important banks* o G-SIBs) ⁽¹⁰²⁾ – la previsione di un incremento del MREL sulla base del criterio in parola dovrebbe avvenire quantomeno per tutte le banche aventi attività di rilevanza globale.

In ogni caso, il requisito in tema di condivisione degli oneri previsto per l'utilizzo del Fondo di risoluzione (v. *infra* §6) richiede che i fondi propri e le passività ammissibili (con riferimento alle quali l'autorità non prevede di fare utilizzo del potere discrezionale di esenzione *ad hoc*, v. *supra* §3.4) siano sempre almeno pari all'8% dei fondi propri e delle passività totali ⁽¹⁰³⁾.

I criteri in tema determinazione del livello minimo di fondi propri e passività ammissibili non si esauriscono, tuttavia, al profilo quantitativo appena descritto. Tali criteri, al contrario, riguardano anche il profilo qualitativo concernente le caratteristiche delle passività che possono essere conteggiate ai fini della valutazione del rispetto da parte di ciascuna banca del MREL. La normativa italiana di recepimento non ha riprodotto, sotto questo profilo, la normativa europea, rinviando la definizione delle caratteristiche delle passività computabili nel MREL ad un provvedimento che dovrà essere adottato dalla Banca d'Italia ⁽¹⁰⁴⁾. I criteri qualitativi

⁽¹⁰²⁾ La bozza di norme tecniche di regolamentazione elaborata dall'EBA in materia di MREL fa riferimento al documento posto in consultazione dal *Financial Stability Board* il 10 novembre 2014, intitolato *Adequacy of loss-absorbing capacity of global systemically important banks in resolution* e reperibile all'indirizzo www.financialstabilityboard.org/2014/11/adequacy-of-loss-absorbing-capacity-of-global-systemically-important-banks-in-resolution/). Nel frattempo, il *Financial Stability Board* ha terminato la fase di consultazione e adottato un *term sheet* finale cui le G-SIBs dovranno adeguarsi a partire dal 1° gennaio 2019, citato *supra* alla nt. 94.

⁽¹⁰³⁾ Si veda, *EBA FINAL Draft Regulatory Technical Standards on criteria for determining the minimum requirement for own funds and eligible liabilities under Directive 2014/59/EU*, cit., p. 12 e, in dottrina, J. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible*, cit., p. 23. Su questo punto, la Commissione europea ha sollevato obiezioni alla bozza di norme tecniche di regolamentazione prodotta dall'EBA, ritenendo che non fosse legittima l'imposizione, per tale via, di un livello minimo armonizzato di fondi propri e passività ammissibili in ragione del mandato limitato attribuito all'EBA dall'art. 45, par. 19, BRRD. A tali obiezioni, l'EBA ha replicato con un parere in cui, condivisibilmente, rileva come tale soglia sia imposta direttamente dalla disciplina del sostegno pubblico alla risoluzione (v. *infra* §6), che condiziona al sacrificio di almeno l'8% dei fondi propri ed delle passività la legittimità di certe tipologie di intervento da parte del Fondo di risoluzione cui l'autorità non può di regola, *ex ante*, rinunciare. Cfr. *Opinion of the European Banking Authority on the Commission's Intention to Amend the Draft Regulatory Technical Standards Specifying Criteria Relating to the Methodology for Setting Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities According to Article 45(2) of Directive 2014/59/EU*, 9 febbraio 2016, reperibile all'indirizzo www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/recovery-and-resolution/regulatory-technical-standards-on-minimum-requirement-for-own-funds-and-eligible-liabilities-mrel-.

⁽¹⁰⁴⁾ Art. 50, comma 6, Decreto BRR.

che, comunque, dovranno essere imposti nell'ambito di tale provvedimento, in quanto previsti dalla direttiva BRR e dal regolamento SRM ⁽¹⁰⁵⁾ sono i seguenti:

a) deve essere stato effettuato l'integrale versamento dell'apporto a fronte dell'emissione di uno strumento da parte della banca;

b) la banca non deve essere titolare del credito relativo alla passività e non deve aver fornito garanzie per l'acquisto della stessa da parte di un terzo;

c) l'acquisto dello strumento emesso non deve essere stato finanziato, direttamente o indirettamente, dalla banca;

d) la passività deve avere una durata residua di almeno un anno;

e) la passività non deve trovare il proprio titolo in un contratto derivato oppure in un deposito cui è accordata preferenza generale (v. *supra* §3.2);

f) se si tratta di passività disciplinate dal diritto di uno Stato extracomunitario, la banca interessata deve aver dimostrato, in caso di eventuale richiesta da parte dell'autorità di risoluzione, che l'applicazione del *bail-in* sarebbe efficace nell'ordinamento di quello Stato.

È opportuno non confondere le caratteristiche delle passività ammissibili (su cui *supra* al §3.2) e le caratteristiche appena descritte delle passività computabili ai fini del rispetto del MREL: queste ultime rappresentano, a ben vedere, un sottoinsieme delle passività ammissibili. In altri termini, i requisiti necessari affinché una passività sia computabile ai fini del MREL sono più stringenti rispetto a quelli previsti affinché una passività possa essere sottoposta a *bail-in* ⁽¹⁰⁶⁾. Ciò è espressione di un principio di prudenza che impone di considerare un minore ammontare di passività ai fini del rispetto del MREL a fronte delle passività che, in caso di crisi, risulterebbero effettivamente *bailinable*. Al riguardo, si pensi, ad esempio, a quanto previsto in tema di durata residua delle passività che, ai fini della computabilità nel MREL, deve sempre essere di almeno un anno, mentre ai fini della assoggettabilità a *bail-in* basta che la

⁽¹⁰⁵⁾ Art. 45, par. 4, direttiva BRR; art. 12, par. 16, regolamento SRM.

⁽¹⁰⁶⁾ Sebbene, infatti, l'art. 45, par. 4, BRRD non richiami le esenzioni da *bail-in* prevista dall'art. 44, par. 2, BRRD, quando elenca le caratteristiche che le passività devono possedere per poter essere conteggiate ai fini della valutazione del rispetto del MREL, un'interpretazione sistematica delle norme poste in materia di risoluzione consente di concludere senza dubbio che le passività non *bailinable* (*rectius*, esentate *ex lege* dal *bail-in*) non possono in nessun caso essere considerate ai fini della valutazione del MREL.

durata sia almeno pari a sette giorni e tale requisito è previsto nel solo nel caso in cui si tratti di passività interbancaria ⁽¹⁰⁷⁾.

I criteri qualitativi appena descritti – in ragione dell’estraneità del tema alla delega effettuata dalla direttiva BRR all’EBA – non sono stati precisati nel sopramenzionato progetto di norme tecniche. In attesa che la Banca d’Italia adotti il provvedimento previsto dal Decreto BRR al fine dettagliare le caratteristiche che devono avere i fondi propri e le passività ammissibili ai fini della loro computazione per il calcolo del MREL, qualche dettaglio ulteriore in ordine alle scelte che saranno compiute può rinvenirsi, quantomeno per le G-SIBs, nel documento del FSB in materia di TLAC ⁽¹⁰⁸⁾. Rispetto a quanto stabilito in tema di MREL, si prevede principalmente che le passività computabili ai fini del TLAC non possano essere preordinate ai creditori chirografari e non possano essere compensabili secondo termini che ne ridurrebbero la capacità di assorbimento delle perdite in caso di risoluzione. Inoltre, si prevede un meccanismo di calcolo inteso a scoraggiare l’assunzione di passività da parte di una G-SIB verso un’altra G-SIB, ove queste possano astrattamente concorrere, per le loro caratteristiche, al raggiungimento del requisito del TLAC ⁽¹⁰⁹⁾. Dall’esame dei requisiti quantitativi e qualitativi previsti in materia di fondi propri e passività ammissibili emerge – nonostante le

⁽¹⁰⁷⁾ Si veda sul tema S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, cit., p. 126, il quale rileva come il requisito della durata residua previsto ai fini del rispetto del requisito del MREL sia coerente con la circostanza che il MREL è determinato annualmente, per ciascuna banca, dall’autorità di risoluzione in sede di preparazione del piano di risoluzione. Se fosse stato possibile conteggiare anche passività di durata infrannuale, il piano di risoluzione non avrebbe potuto essere basato in maniera affidabile sulla presenza di un dato livello di fondi propri e passività ammissibili. Ma vedi sul punto quanto detto *supra* al §3.2.

⁽¹⁰⁸⁾ Si tratta del documento citato *supra* alla nt. 94.

⁽¹⁰⁹⁾ In particolare, si prevede che una banca che abbia esposizioni computabili tra le passività rilevanti per il raggiungimento del minimo di TLAC di un’altra G-SIB debba detrarre l’ammontare corrispondente a tali esposizioni dalle proprie passività che concorrono alla definizione del TLAC (ad es., se la Banca A ha esposizioni per 100 verso la Banca B, la quale computa le corrispondenti passività ai fini della determinazione del rispetto del proprio livello minimo di TLAC, la Banca A deve detrarre una somma di 100 dalle proprie passività che, in astratto, sono computabili ai fini del raggiungimento del TLAC minimo). Tale scelta è funzionale ad evitare che l’applicazione degli strumenti di risoluzione determini un pericolo di contagio, consentendo la propagazione della crisi ad altri intermediari finanziari. Tale scelta, peraltro, è coerente con il *trend* internazionale attuale che, in materia di patrimonio bancario, è orientato a scoraggiare, in via generale, i rapporti di credito tra intermediari. In particolare, si consideri, al riguardo, alcune delle previsioni di Basilea III, tra cui in particolare l’obbligo per le banche di dedurre da proprio patrimonio di vigilanza gli investimenti fatti nel patrimonio di vigilanza di altre banche e quanto previsto in materia di c.d. *net stable funding ratio* (NSFR), che chiaramente penalizza i finanziamenti interbancari.

puntualizzazioni contenute nel progetto di norme tecniche elaborato dall'EBA e le indicazioni, che presto diverranno vincolanti, contenute nel documento pubblicato dal FSB – l'esistenza di un margine di discrezionalità molto ampio per le autorità di risoluzione. Ciò, non pone alcuni problema in termini di uniforme applicazione di tali criteri per le banche per le quali è il *Single Resolution Board* ad essere competente ⁽¹¹⁰⁾. Diversamente, esiste il pericolo di difformità nell'applicazione della normativa europea – che rischia di pregiudicare l'esistenza di un *level playing field* – nelle ipotesi in cui la determinazione del MREL spetti alle autorità di risoluzione nazionali ⁽¹¹¹⁾. In considerazione di tale pericolo, la direttiva BRR ha previsto che la Commissione potrà presentare al Consiglio e al Parlamento una proposta legislativa, sulla base di una relazione dell'EBA che entro il 31 ottobre 2016 dovrà prendere in esame, tra i vari punti, le eventuali divergenze a livello nazionale in tema di attuazione del MREL ⁽¹¹²⁾.

5. L'applicazione del *bail-in* alle passività ammissibili

Lo strumento del *bail-in* si compone di due operazioni: la riduzione delle pretese sino all'azzeramento del *deficit* patrimoniale accertato dalla valutazione “precedente” (v. *supra* Cap. II, §8.1) e la conversione in azioni delle pretese non già cancellate per effetto della prima operazione, nella misura necessaria ad assicurare che la banca disponga di un patrimonio netto adeguato ⁽¹¹³⁾.

⁽¹¹⁰⁾ Per l'individuazione delle banche per cui ha competenza il *Single Resolution Board*, si veda *supra* Cap. II, §4 nt. 59.

⁽¹¹¹⁾ Il rischio di difforme applicazione della direttiva BRR in tema di requisiti minimi di fondi propri e passività ammissibili è rilevato anche da J. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible*, cit., p. 22.

⁽¹¹²⁾ Art. 45, paragrafi 18 e 19, BRRD.

⁽¹¹³⁾ È possibile che, in concreto, l'applicazione dello strumento del *bail-in* preveda solo una delle due operazioni descritte: il *bail-in* è attuato mediante la mera conversione di passività in azioni, senza che vi sia alcuna riduzione (v. *infra* §5.3) nel caso in cui le azioni emesse non abbiano valore nominale e il patrimonio netto, benché inadeguato, abbia comunque valore positivo, sebbene i fondi propri siano complessivamente inferiori al patrimonio di vigilanza (e, dunque, la situazione di dissesto o di rischio di dissesto non possa essere superata mediante un *write down* “ristorativo”, in merito v. *supra* §2); in alternativa, quando il *bail-in* è posto in essere in combinazione con lo strumento dell'ente-ponte (v. *infra* §5.5), potrebbe esservi solo una cancellazione di passività (al fine di ridurre l'ammontare delle passività trasferite) oppure solo una conversione di pretese in azioni dell'ente-ponte (al fine di patrimonializzare lo stesso).

Nel paragrafo 3 sono stati identificati i fondi propri e le passività che – al fine di consentire la ripatrimonializzazione della banca sottoposta a *bail-in* in misura sufficiente a permetterle di proseguire la propria attività – possono essere sacrificati. Tale sacrificio non avviene in misura paritaria tra tutti i titolari di fondi propri e delle passività ammissibili, ma deve seguire il criterio dell'ordinaria gerarchia concorsuale che orienta – seppure in maniera non assoluta – tutta la disciplina della risoluzione (v. *supra* Cap. II, §6.2). In altri termini, tramite la riduzione e conversione dei fondi propri e delle passività ammissibili – partendo dalle pretese più subordinate sino ad arrivare, per quanto necessario, a quelle aventi un grado di priorità più elevato – si riproducono gli effetti per i creditori della liquidazione giudiziale del patrimonio del debitore (ciò, in termini tendenzialmente migliorativi, v. *supra* Cap. II, §6.1, e senza passare da un'effettiva liquidazione del patrimonio della banca). In questo senso, come già rilevato *supra* al §1 il *bail-in* costituisce una procedura concorsuale “virtuale” ad esecuzione istantanea ⁽¹¹⁴⁾.

Prima di esaminare nel dettaglio l'ordine secondo cui è disposto l'assorbimento delle perdite nell'ambito del *bail-in*, occorre ricordare che è compito dell'esperto indipendente, nell'ambito della valutazione “precedente” (v. *supra* Cap. II, §8.1), determinare l'entità della riduzione e della conversione necessaria per ripatrimonializzare adeguatamente la banca sottoposta a risoluzione. Da tale determinazione – che presuppone la quantificazione dell'ammontare dell'eventuale *deficit* patrimoniale della banca e del patrimonio di vigilanza necessario affinché essa possa proseguire la sua attività – discende l'individuazione delle pretese che, in base al loro grado di priorità concorsuale, sono destinate ad essere colpite dal *bail-in* e il tipo di trattamento che ad esse spetterà a seguito dell'applicazione dello strumento (parziale o integrale riduzione o conversione in azioni). Tale valutazione deve, altresì, stimare il valore del capitale della banca successivamente all'azione di risoluzione, così da permettere la fissazione di un tasso di conversione dei crediti in azioni che garantisca ai creditori convertiti l'assegnazione di azioni di valore sufficiente ad assicurare il rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio (v. *infra* §5.2), salva comunque l'eventuale integrazione di trattamento a carico del Fondo qualora la

⁽¹¹⁴⁾ Sulla sostanziale corrispondenza, sotto il profilo qui in esame, tra gli effetti del *bail-in* e quelli della liquidazione fallimentare, si avrà modo di soffermarsi più ampiamente *infra* nel Capitolo IV, §1.

valutazione “successiva” individui una lesione del principio dell’assenza di pregiudizio (v. *supra* Cap. II, §8.3).

5.1. *L’ordine di assorbimento delle perdite*

La normativa europea non determina direttamente la sequenza secondo cui i costi della risoluzione (ripiamento dell’eventuale perdita e ripatrimonializzazione della banca) sono posti a carico degli azionisti, creditori e altri investitori (c.d. *pecking order*). Si prevede, infatti, che tale ordine segua la gerarchia dei crediti stabilita, nei vari paesi, per le procedure di insolvenza ordinariamente applicabili alle banche ⁽¹¹⁵⁾. Nel caso dell’Italia l’assorbimento delle perdite avviene, dunque, in base alla gerarchia delle passività applicabile nella liquidazione coatta amministrativa, che corrisponde a quella applicabile per tutte le procedure concorsuali.

Tuttavia, la direttiva BRR non ha lasciato gli Stati membri totalmente liberi di stabilire la gerarchia dei crediti applicabile alle procedure concorsuali nazionali e, dunque, anche alla risoluzione delle banche in crisi. Oltre a prevedere che siano sempre gli azionisti e i titolari di strumenti di capitale a sostenere per primi le perdite (conformemente, invero, a quanto previsto da tutti gli ordinamenti e ai principi di allocazione efficiente del controllo societario già descritti, v. *supra* Cap. I, §1.1), ha altresì imposto agli Stati membri di attribuire un trattamento preferenziale ai depositi protetti, ai crediti del fondo di garanzia e alle passività relative ad alcuni depositi non protetti ma qualificati per la particolare natura dei titolari di tali depositi (persone fisiche, microimprese, piccole e medie imprese) ⁽¹¹⁶⁾.

In merito, il legislatore italiano ha scelto di recepire l’obbligo di prevedere una preferenza per i depositi bancari in termini più ampi di quanto previsto dalla direttiva. La disciplina nazionale di recepimento ha, infatti, generalizzato la *depositor preference* a tutti i depositi bancari, anche diversi da quelli espressamente elencati dalla BRRD («gli

⁽¹¹⁵⁾ Art. 48, par. 2, lettere *d* ed *e*, Dir. BRR; art. 17, Reg. SRM.

⁽¹¹⁶⁾ La scelta di prevedere una *depositor preference* è stata molto discussa in sede europea, anche alla luce dei risvolti che essa determina in relazione all’operare del principio dell’assenza di pregiudizio e alla riduzione dei margini di intervento dei fondi di garanzia dei depositi (si veda, per alcune considerazioni critiche in merito a tale scelta, *supra* §3.2).

altri depositi presso la banca», art. 91, comma 1-*bis*, lett. c, TUB) ⁽¹¹⁷⁾. Tuttavia, al fine di evitare un potenziale contrasto con il dettato della direttiva, il legislatore italiano ha previsto che i depositi cui ha esteso la preferenza siano, comunque, postergati rispetto ai depositi espressamente “preferiti” dalla BRRD ⁽¹¹⁸⁾. L’estensione della *depositor preference* a tutti i depositi bancari non troverà spazio, ad ogni modo, se non a partire dal 1° gennaio 2019 ⁽¹¹⁹⁾.

Dal punto di vista tecnico, l’attuazione della *depositor preference* nell’ordinamento italiano è avvenuta senza prevederne un inquadramento sistematico all’interno delle tradizionali categorie di diritti di prelazione. Piuttosto, il legislatore sembra aver introdotto con essa alcune cause legittime di prelazione “atipiche” ⁽¹²⁰⁾. Infatti, nel recepire al Direttiva BRR, esso si è limitato a ricondurre le passività fondate su rapporti di deposito bancario in categorie, sulla base dell’identità del relativo titolare, e ad attribuire a ciascuna categoria un grado diverso di “preferenza” rispetto ai creditori chirografari ⁽¹²¹⁾.

⁽¹¹⁷⁾ In tal senso, si veda l’art. 91, comma 1-*bis*, lett. c, del TUB, come modificato dal d.lgs. 16 novembre 2015, n. 181.

⁽¹¹⁸⁾ La previsione di una preferenza di pari grado a favore di depositi diversi da quelli previsti dalla BRRD, allargando il concorso, avrebbe avuto l’effetto di indebolire priorità attribuita alle passività oggetto della *depositor preference* ai sensi dell’art. 108 BRRD.

⁽¹¹⁹⁾ Così, l’art. 3, comma 9, d.lgs. 16 novembre 2015, n. 181. Il rinvio della data di entrata in vigore della *depositor preference* “allargata” è stata disposto su pressioni provenienti, principalmente, dell’Associazione bancaria italiana (ABI), motivate sulla base del timore che un maggiore impatto sugli obbligazionisti – derivante dall’attribuzione di una priorità ai depositi non rientranti nella *depositor preference* “ristretta” prevista dalla direttiva BRR – avrebbe determinato un inopportuno incremento del costo di raccolta per le banche italiane. Cfr. l’Audizione del Direttore Generale dell’ABI presso VI Commissione del Senato della Repubblica resa in data 27 ottobre 2015 e disponibile all’indirizzo www.senato.it/application/xmanager/projects/leg17/attachments/documento_evento_procedura_commissione/files/000/003/169/ABI_27_OTTOBRE_2015.pdf.

⁽¹²⁰⁾ Infatti, ai sensi dell’art. 2741 c.c., deviazioni dal generale principio di *par condicio creditorum* sono possibili solo in presenza di una «*causa legittima di prelazione*», che la medesima disposizione identifica come «*i privilegi, il pegno e le ipoteche*». Tale scelta è testimonianza della tendenza, sempre più forte nel nostro ordinamento, verso la progressiva erosione del tradizionale sistema della responsabilità patrimoniale.

⁽¹²¹⁾ La scelta italiana, in sede di recepimento della BRRD, è stata diversa da quella fatta dal legislatore tedesco, che ha invece modificato la gerarchia operando sulle passività chirografarie diverse dai depositi protetti, dai crediti del fondo di garanzia e dagli altri depositi “preferiti” dal legislatore europeo e, in specie, prevedendo che tali passività chirografarie diverse siano postergate rispetto alle passività oggetto della *depositor preference*. Sul tema, si veda anche A. GARDELLA, *Bail-In and the Two Dimension of Burden Sharing*, cit., p. 218; T.F. HUERTAS, *European Bank Resolution: Making it Work!*, CEPS Task Force Report, 2016, p. 18, disponibile su SSRN.

Per un’analisi comparatistica delle soluzioni adottate in merito alla trattamento concorsuale dei depositi nell’ambito delle crisi bancarie, si veda K. DAVIS, *Depositor Preference, Bail-in, and Deposit*

Il quadro che ne risulta è definito, nel nostro ordinamento, dall'art. 52 del Decreto BRR, integrato dalle norme ordinarie in tema di gerarchia delle passività in sede concorsuale. Per l'effetto, l'importo del *bail-in* risultante dalla valutazione (v. *supra* Cap. II, §8) è collocato, nei limiti di quanto necessario ad azzerare il *deficit* patrimoniale e ripatrimonializzare in misura adeguata la banca sottoposta a risoluzione, intervenendo secondo il seguente ordine:

1) le riserve, il capitale rappresentato da azioni e tutti gli altri elementi computabili, anche se non effettivamente computati ⁽¹²²⁾, all'interno del capitale primario di classe 1 della banca (c.d. *Common Equity Tier 1* o CET1) ⁽¹²³⁾;

Insurance Pricing and Design, 2015, reperibile all'indirizzo <http://kevindavis.com.au/secondpages/workinprogress/2015-09-06-Depositor%20Preference%20and%20Deposit%20Insurance.pdf>.

⁽¹²²⁾ Poiché l'ordine di assorbimento delle perdite in caso di *bail-in* deve corrispondere a quello applicabile in caso di liquidazione concorsuale, l'effettiva computazione all'interno dei fondi propri di elementi aventi le caratteristiche per esservi computati risulta irrilevante. Infatti, il meccanismo di ammortamento previsto dal Regolamento (UE) n. 575 del 2013 – secondo cui al decorrere del tempo alcuni elementi del patrimonio di vigilanza cessano, in tutto o in parte, di poter concorrere al calcolo dei fondi propri della banca – non modifica il grado di priorità di tali pretese a fini concorsuali. Pertanto, una pretesa non computata all'interno dei fondi propri, ma avente una capacità di assorbimento delle perdite corrispondente alle pretese che vi sono computate, deve ricevere lo stesso trattamento di queste ultime in caso di *bail-in*. Sul punto, si veda il documento di consultazione pubblicato dall'EBA il 10 ottobre 2014, *Draft Guidelines concerning the interrelationship between the BRRD sequence of writedown and conversion and CRR/CRD IV*, reperibile all'indirizzo www.eba.europa.eu/documents/10180/833064/EBA-CP-2014-29+%28CP+on+GL+on+Interrelationship+BRRD+and+CRR-CRD%29.pdf. Cfr. sul tema anche G. PRESTI, *Il Bail-in*, cit., p. 351, nt. 27.

⁽¹²³⁾ Il capitale primario di classe 1 si compone, come visto *supra* al §3.1, nt. 34, in un sottogruppo di elementi rappresentato dagli “strumenti di capitale primario di classe 1” e di un altro sottogruppo, a carattere residuale, composto dagli altri elementi di capitale primario di classe 1. L'art. 52, comma 1, lett. a), n. i), Decreto BRR ha assimilato tali sottogruppi dal punto di vista del trattamento ai fini dell'assorbimento delle perdite. Ciò, in conformità con quanto previsto dalle *Disposizioni di vigilanza per le banche* della Banca d'Italia che – nel precisare la disciplina europea del c.d. pacchetto CRR/CRD IV nell'ordinamento italiano – ha previsto che le riserve relative ai versamenti a fondo perduto e in conto capitale, per essere computabili negli altri elementi appartenenti al capitale primario di classe 1, devono prevedere che «*la restituzione di tali versamenti è ammessa esclusivamente in caso di liquidazione della società e nei limiti dell'eventuale residuo attivo, in concorrenza con i titoli rappresentativi della partecipazione al capitale computabile nel capitale primario di classe 1*» (Circolare della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013, Parte II, Cap. 1, Sez. V, par. 2).

Tuttavia, la scelta di parificare, sotto il profilo dell'assorbimento delle perdite, gli strumenti di capitale primario di classe 1 e gli altri elementi di capitale primario di classe 1 non è certamente imposta dalla disciplina del c.d. pacchetto CRR/CRD IV. Infatti, l'art. 28, par. 1, lett. i), Reg. 575/2013 si limita a richiedere che gli strumenti di capitale – per essere qualificabili come strumenti di capitale primario di classe 1 – assorbano «*la prima parte delle perdite*» (ossia, assorbano le perdite con precedenza rispetto a tutti gli altri strumenti di capitale) e che siano, tra loro, pariordinati, nel senso che debbano assorbire le perdite *pari passu*. Tale disposizione non richiede, invece, che gli altri elementi di capitale

2) il valore nominale degli strumenti di capitale computabili, anche se non effettivamente computati, all'interno del capitale aggiuntivo di classe 1 (c.d. *Additional Common Equity Tier 1*) ⁽¹²⁴⁾;

3) il valore nominale degli strumenti di capitale, incluso l'eventuale sovrapprezzo, e dei prestiti subordinati computabili, anche se non effettivamente computati, all'interno del capitale di classe 2 della banca (c.d. *Common Equity Tier 2* o CET2) ⁽¹²⁵⁾;

4) il valore nominale delle passività subordinate che non sono computabili nei fondi propri della banca;

5) i crediti chirografari *diversi* da quelli oggetto della *depositor preference* per ora "ristretta" (come definita dall'art. 108 BRRD) e, a partire dal 2019, "allargata" ai sensi dell'art. 91, comma 1-*bis*, TUB (tra cui, ad esempio, le obbligazioni non subordinate emesse dalla banca);

6) a partire dal 2019, gli «*altri depositi presso la banca*» diversi dai depositi espressamente individuati dall'art. 91, comma 1-*bis*, lett. *a*) e *b*), TUB (fino al 1° gennaio 2019 tali crediti sono equiparati a quelli indicati al precedente numero 5);

primario di classe 1 siano pariordinati agli strumenti di capitale primario di classe 1, essendo dunque legittimo prevedere che questo sottogruppo residuale di elementi sia collocato su un "gradino più basso" nell'ordine di assorbimento delle perdite.

A ben vedere, il confronto tra la normativa europea e la disciplina nazionale lascia, persino, il dubbio che quest'ultima sia compatibile con la prima, in considerazione del fatto che la parificazione descritta sopra impedisce agli strumenti di capitale primario di classe 1 di assorbire integralmente «*la prima parte delle perdite*» – come invece richiesto dall'art. 28, par. 1, lett. i, Reg. 575/2013 – poiché all'assorbimento delle perdite concorrono *pari passu* anche gli altri elementi di capitale primario di classe 1 (tale apparente contrasto non pare essere scongiurato, neppure temporaneamente, dall'art. 484, par. 3, Reg. 575/2013, in ragione del limite previsto dall'art. 486, par. 2, Reg. 575/2013). Una gradazione tra strumenti di capitale primario di classe 1 e altri elementi di capitale primario di classe 1 sarebbe stata, inoltre, più conforme ai principi generali vigenti nel nostro ordinamento in tema di allocazione delle perdite nelle società per azioni e, in particolare, al principio di correlazione tra potere e rischio (v. *supra* Cap. I, §1) in quanto avrebbe permesso di allocare le eventuali perdite sulle riserve targate in conto aumento del capitale sociale e sulle riserve indivisibili delle banche di credito cooperativo solo successivamente all'esaurimento del capitale sociale e delle riserve da sovrapprezzo. Ciò, in conformità con quanto affermato, in più occasioni, dalla Corte di Cassazione che ha ritenuto che le riserve in conto capitale "targate" possano essere utilizzate per ripianare le perdite solo in ipotesi di ricostituzione del capitale e, dunque, soltanto dopo il capitale sociale sia stato eroso per effetto delle perdite (vedi Cass., 17 novembre 2005, n. 23269, cit., 919, con riferimento all'operazione di salvataggio del Banco di Napoli realizzata mediante un apporto in conto capitale da parte del Ministero del Tesoro).

⁽¹²⁴⁾ In relazione alla composizione del capitale aggiuntivo di classe 1, si veda *supra* al §3.1, nt. 35.

⁽¹²⁵⁾ All'interno del capitale di classe 2 rientrano gli elementi aventi le caratteristiche di cui si è detto *supra* al §3.1, nt. 36.

7) la parte dei depositi di persone fisiche, microimprese, piccole e medie imprese, anche ove effettuati presso succursali di banche italiane poste al di fuori dell'Unione europea, che risultano (i) conformi ai requisiti per ricevere la tutela dei sistemi di garanzia dei depositati (art. 95-*bis*, comma 4, TUB), ma (ii) in eccedenza rispetto al limite massimo di tutela offerta dal sistema di garanzia dei depositanti (euro 100.000 per depositante, cfr. art. 96-*bis*, comma 5, TUB).

Le passività relative ai depositi protetti (ossia, aventi i requisiti per ricevere tutela dal sistema di garanzia dei depositanti, entro il limite di euro 100.000 per depositante) e le passività garantite sono gerarchicamente preordinate alle passività appena elencate (rispettivamente, in base all'art. 91, comma 1-*bis*, lett. b, TUB e alle norme generali dell'ordinamento in tema di concorso tra crediti) e, dunque, dovrebbero teoricamente contribuire alla ripatrimonializzazione della banca solo dopo l'integrale cancellazione o conversione delle pretese appena elencate. Tuttavia, tali passività non contribuiscono all'assorbimento delle perdite in caso di *bail-in* in quanto, come già detto, sono oggetto di espressa esenzione (v. *supra* §3.2).

Limitatamente ai depositi protetti, come si è già anticipato, le risorse rese inutilizzabili ai fini della ricapitalizzazione "interna" dalla previsione di un'esenzione sono fornite dai sistemi di garanzia dei depositi. Per tale ragione, la previsione di una preferenza in favore dei depositi protetti non appare priva di impatto nell'ipotesi di un *bail-in*, avendo l'effetto di ridurre il contributo alla risoluzione dei sistemi di garanzia dei depositi ⁽¹²⁶⁾. Si tratta di un obiettivo ben diverso da quello che si erano proposti coloro che ne hanno supportato l'introduzione sulla base dell'esperienza maturate nel caso Northern Rock e durante crisi bancaria di Cipro ⁽¹²⁷⁾. Essa, infatti,

⁽¹²⁶⁾ Tale limite all'intervento dei sistemi di garanzia dei depositanti è imposto dall'art. 109, par. 1, BRRD.

⁽¹²⁷⁾ Il caso Northern Rock ha dimostrato che la protezione assicurata dai sistemi di garanzia dei depositi non è sufficiente a prevenire del tutto il rischio di corse agli sportelli, probabilmente, a causa delle incertezze in merito ai tempi di intervento del fondo di garanzia e ai limiti alla copertura da questo assicurata. Sul tema, si veda l'audizione davanti alla Commissione europea, Directorate generale sul mercato interno e i servizi, del Prof. Marco Lamandini sulla proposta di direttiva BRR del 19 aprile 2012, il cui testo è stato consultato per sua gentile concessione.

La successiva crisi bancaria di Cipro pare aver dato la spinta definitiva all'orientamento in favore dell'introduzione di una *depositor preference*. Cfr. S. FIDLER, *Europe and Depositor Preference*, in *The Wall Street Journal*, 24 aprile 2013, reperibile all'indirizzo blogs.wsj.com/brussels/2013/04/24/europe-and-depositor-preference/; A. BARKER, *Germany backs depositor preference in bank bail-in plans*, in *Financial Times*, 14 maggio 2013, reperibile all'indirizzo www.ft.com/cms/s/0/71afba8c-bc9c-11e2-9519-00144feab7de.html#axzz3kU6fDQsR.

non avvantaggia i depositanti protetti che, in ogni caso, non subirebbero perdite poiché, come visto, esentati dal *bail-in*. Piuttosto, tale previsione riduce lo spazio di intervento dei sistemi di garanzia dei depositanti che non potranno essere chiamati a contribuire alla risoluzione (o potranno esserlo solo in misura minore) poiché i depositanti protetti – anche in assenza di esenzione – non avrebbero subito perdite (o le avrebbero subite in misura inferiore) in virtù della *depositor preference* ⁽¹²⁸⁾.

Come già segnalato, affinché in ogni momento tutte le banche abbiano fondi propri (ossia, gli elementi di cui ai numeri 1, 2, 3) e passività ammissibili (ossia, passività che non oggetto di esenzione da *bail-in*) in misura sufficiente a consentire l'assorbimento delle perdite nell'ipotesi di un'eventuale crisi, è previsto che l'autorità di risoluzione imponga – per ciascuna banca, in relazione alle peculiari caratteristiche della stessa – il rispetto del MREL (v. *supra* §4).

5.2. *La determinazione del tasso di conversione*

Una volta attuata la riduzione delle pretese verso la banca sino all'azzeramento del *deficit* patrimoniale evidenziato dalla valutazione “precedente” (v. *supra* Cap. II, §8.1), seguendo l'ordine indicato nel precedente paragrafo, occorre procedere alla conversione, sempre in base al medesimo ordine, allo scopo di ricapitalizzare la banca sottoposta a risoluzione in misura idonea a consentirle di proseguire l'attività bancaria ⁽¹²⁹⁾.

Dal punto di vista tecnico, sembra potersi ritenere che l'attribuzione di azioni ai creditori convertiti non avvenga mediante un fenomeno riconducibile alla liberazione mediante compensazione del debito da sottoscrizione con i crediti verso

⁽¹²⁸⁾ In questo senso, si veda anche S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, cit., p. 131, il quale afferma che «*the deposits under deposit protection schemes enjoy a priority even higher than that of deposits exceeding EUR 100,000. This means in reality that the deposit protection scheme will probably not have to insert any cash contribution into the institution under resolution*».

Volendo esemplificare: se una banca ha un passivo composto da 200 di obbligazioni non garantite e 200 di depositi protetti e, per effetto di perdite, matura un *deficit* patrimoniale di 100, l'intervento del sistema di garanzia dei depositanti (i) sarebbe stato di 50, nel caso in cui non fosse stata prevista una *depositor preference* e, pertanto, le obbligazioni non garantite e i depositi protetti fossero stati pariordinati; tuttavia (ii) in considerazione dell'avvenuta previsione di una *depositor preference*, tale intervento non sarà consentito e, per l'effetto, tutte le perdite saranno allocate sui titolari delle obbligazioni.

⁽¹²⁹⁾ Si tenga presente, tuttavia, che in taluni casi il *bail-in* può concretizzarsi solo in una riduzione o in una conversione di passività (v. *supra* nt. 113).

la banca ⁽¹³⁰⁾. Infatti, la previsione secondo cui, ai fini dell'applicazione del *bail-in*, l'autorità di risoluzione stabilisce un «*tasso di conversione del debito in capitale*» sembra escludere che si sia di fronte ad una compensazione (in cui la “conversione” avviene sempre alla pari) e suggerisce, piuttosto, che si tratti di una *datio in solutum* imposta ai creditori convertiti dall'autorità di risoluzione ⁽¹³¹⁾. Inoltre, a tale conclusione sembra condurre, ancora più chiaramente, la possibilità per l'autorità di risoluzione di «*applicare tassi di conversione diversi a categorie di passività aventi posizione diversa nell'ordine di priorità applicabile in sede concorsuale*»: se la conversione dovesse inquadrarsi nell'ambito della compensazione, l'obiettivo di assicurare il rispetto della gerarchia concorsuale anche in questa sede avrebbe dovuto essere assicurato operando non sul tasso di conversione (che, come detto, è sempre alla pari nella compensazione), ma sul valore della pretesa da convertire ai fini della compensazione ⁽¹³²⁾ oppure sul sovrapprezzo

⁽¹³⁰⁾ La struttura tipicamente assunta dalle operazioni che prevedono la riduzione dell'indebitamento di una società in crisi mediante attribuzione di partecipazioni sociali ad alcuni creditori si fonda, secondo alcuni, su un meccanismo di compensazione volontaria tra il credito vantato nei confronti della società e il debito riveniente dalla sottoscrizione dell'aumento da parte dei creditori che hanno accettato, individualmente o a maggioranza (ad esempio, nell'ambito di un concordato preventivo), di divenire soci. Cfr. L. STANGHELLINI, *Sub art. 2447 c.c.*, in *Codice delle società per azioni*, dir. P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, t. II, 2016, pp. 2729 ss. e, ivi, p. 2738; M.S. SPOLIDORO, *I conferimenti in denaro*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1***, Torino, 2004, pp. 247 ss. e, ivi, pp. 423 ss.

L'operazione risulta, tuttavia, ricondotta ad un fenomeno di *datio in solutum* da parte della giurisprudenza (Trib. Reggio Emilia, 16 aprile 2014, in *Fallimento*, 2015, p. 59) e da un'altra parte della dottrina (G. FERRI JR, *Assegnazione delle partecipazioni ai creditori e risoluzione del concordato preventivo*, in *Corr. giur.*, 2015, pp. 80 ss.; D. GALLETI, *Sub art. 160 l.f.*, in *Commentario alla legge fallimentare*, a cura di C. Cavallini, vol. III, Milano, 2010, p. 356; L. MANDRIOLI, *Sub art. 160 l.f.*, in *La legge fallimentare. Commentario teorico-pratico*, a cura di M. Ferro, Padova, 2011, pp. 1754 ss. e, ivi, p. 176) oppure ad una «*novazione del titolo*» per effetto della quale «*l'“originario” credito del socio viene sostituito da un “nuovo” credito, che può dirsi da investimento, cioè dalla partecipazione sociale*» (così, G. FERRI JR, *Investimento e conferimento*, cit., pp. 273 ss. e, ivi, pp. 282-283). Tali ricostruzioni, come non manca di notare L. STANGHELLINI, *op. cit.*, p. 2738, pongono però il dubbio circa le modalità con cui «*venga liberato il debito da sottoscrizione delle azioni attribuite*».

⁽¹³¹⁾ Cfr. art. 55 del Decreto BRR che recepisce l'art. 50 della BRRD.

⁽¹³²⁾ Sembrano potersi individuare numerosi indizi del fatto che il legislatore europeo, nel predisporre l'impianto della risoluzione, non ha inteso demandare il rispetto della gerarchia concorsuale in sede di conversione ad una valutazione del valore di mercato del credito verso la banca. In particolare, la disciplina della valutazione “precedente” (v. *supra* Cap. II, §§8.1 e 8.2) non richiede che l'esperto indipendente stimi il valore dei crediti verso la banca. La possibilità di ricavare tale valore dalla valutazione del patrimonio della banca compiuta dall'esperto indipendente si scontra con il fatto che tale valutazione deve essere “prudente” e pertanto – se venisse utilizzata per determinare il valore dei crediti ai fini della loro conversione mediante compensazione – condurrebbe ad una sistematica sottovalutazione dei crediti, a vantaggio dei “vecchi” soci nelle ipotesi in cui essi non siano esclusi dalla partecipazione alla banca risolta. Ciò, in contrasto con il requisito della diluizione in misura

previsto per le azioni destinare ad essere sottoscritte dalle diverse categorie di creditori⁽¹³³⁾.

Assodato, dunque, che la conversione di pretese in azioni derivante dal *bail-in* o da *write down* (134), deve ricondursi ad una *datio in solutum*, occorre soffermarsi sulle modalità con cui l'autorità di risoluzione deve determinare del tasso di conversione e i limiti che essa incontra nel differenziare i tassi tra le varie categorie di creditori convertiti. Al riguardo, è necessario fare due ordini di distinzioni, sulla base delle risultanze della valutazione “precedente”, tra:

- (i) il caso in cui esista o meno un patrimonio netto positivo;
- (ii) il caso in cui la conversione riguardi solo creditori aventi il medesimo grado di priorità o riguardi più categorie di creditori.

Tralasciando, per il momento, il caso in cui la valutazione precedente evidenzi un valore del patrimonio netto della banca superiore a zero (e, dunque, i “vecchi” soci possono conservare una partecipazione nella banca sottoposta a risoluzione, v. *infra* §5.3), l'ipotesi più semplice è rappresentata dal caso in cui la conversione riguardi solo titolari di pretese aventi il medesimo rango concorsuale.

In questo caso, il tasso di conversione deve, necessariamente, essere unico⁽¹³⁵⁾ e la sua determinazione risulta influente ai fini della distribuzione del valore tra i titolari di pretese sottoposte a conversione. Infatti, la determinazione del tasso di conversione, nell'ipotesi in esame, ha riflessi meramente contabili – determinando l'ammontare nominale del capitale sociale e, di riflesso, l'eventuale formazione delle riserve – e non incide sul valore di mercato delle azioni. In altri termini, la previsione di un tasso di conversione minore (ossia, che converta il valore nominale delle pretese

“significativa” che il legislatore ha imposto all'art. 47, comma 1, Decreto BRR, recependo quanto già previsto dal legislatore europeo (v. *infra* §5.3). In aggiunta, fare riferimento al valore di mercato dei crediti verso la banca sottoposta a *write down* o *bail-in* potrebbe innescare un meccanismo circolare: il valore dei crediti dipende dal grado di soddisfazione che si prevede essi possano avere in ragione dell'intervento, ma tale valore determinerebbe a sua volta il trattamento e, dunque, il valore dei crediti verso la banca.

(133) Ciò potrebbe avvenire tramite la previsione di aumenti di capitale diversi con un sovrapprezzo più elevato per le azioni destinate ad essere sottoscritte dai creditori più subordinati e un sovrapprezzo inferiore per le azioni destinate ad essere sottoscritte dai creditori aventi un grado di priorità concorsuale più elevato.

(134) Art. 60, par. 3, lett. d), Direttiva BRR.

(135) Ciò risulta, chiaramente, dall'art. 55, comma 2, Decreto BRR laddove si prevede che l'applicazione di tassi di conversione diversi è consentita solo con riferimento a «*passività aventi posizione diversa nell'ordine di priorità applicabile in sede concorsuale*».

in un valore nominale di capitale sociale inferiore) avrebbe il solo risultato di creare indirettamente un “cuscinetto” costituito da riserve che potrebbero essere utili, in un’ottica prudenziale, ad assorbire eventuali perdite future o già esistenti (ma non accertate o sottovalutate dalla valutazione precedente) ⁽¹³⁶⁾. Tuttavia, la quota di patrimonio netto della banca risolta rappresentata da ciascuna partecipazione sarebbe sempre la stessa, indipendentemente dal valore del tasso di conversione definito dall’autorità.

Diversamente, la determinazione del tasso di conversione assume valenza fondamentale ai fini della distribuzione del valore della banca risolta quando, in base alla valutazione “precedente”, si renda necessario convertire in azioni categorie di pretese aventi gradi di priorità diversi (ad esempio, convertendo integralmente una categoria di passività di rango inferiore e solo parzialmente la categoria di passività di rango superiore). Infatti, a parità di valore nominale convertito, la determinazione di un tasso di conversione maggiore per una delle categorie avrebbe l’effetto di attribuire ai titolari di pretese che vi rientrano una maggiore partecipazione al capitale sociale della banca sottoposta a *write down* “ristorativo” o a *bail-in*. Con riferimento a queste ipotesi, il legislatore si è limitato a prevedere che:

(i) il tasso di conversione debba compensare «*adeguatamente il creditore per le perdite subite*» ⁽¹³⁷⁾;

⁽¹³⁶⁾ Come si ricorderà, è proprio sotto il profilo della determinazione del tasso di conversione che, si ritiene, dovrebbe trovare principale rilievo l’esigenza di adottare – nell’esercizio dell’azione di risoluzione – un atteggiamento prudente, tale da rassicurare il mercato circa la stabilità della banca sottoposta a risoluzione ed evitare che si possa rendere necessario un nuovo intervento nel caso in cui siano state, erroneamente, sottovalutate le perdite. Come sostenuto in precedenza nel Capitolo II §8.2, la scelta del legislatore di incorporare l’esigenza prudenziale (anche) all’interno della valutazione dell’esperto indipendente, rimettendo dunque a quest’ultimo il bilanciamento tra le confliggenti istanze di oggettività nella valutazione e di prudenza, non convince del tutto.

⁽¹³⁷⁾ Sebbene l’art. 55, comma 1, Decreto BRR sembri qualificare la necessità di compensare «*adeguatamente il creditore per le perdite subite*» come un criterio generale di cui tenere sempre conto nella determinazione del tasso di conversione, la determinazione in concreto del tasso di conversione appare – come detto in precedenza nel testo – ininfluenza ai fini della distribuzione del valore ai creditori convertiti laddove questi abbiano tutti il medesimo grado di priorità e i “vecchi” azionisti siano stati integralmente cancellati (per il caso in cui quest’ultima condizione non si sia verificata, si veda *infra* al §5.3).

(ii) in caso di diversificazione dei tassi di conversione, si debba riprodurre l'«ordine di priorità applicabile in sede concorsuale» fissando un «tasso di conversione applicabile alle passività sovraordinate [...] maggiore di quello applicabile alle passività subordinate»⁽¹³⁸⁾.

Queste scarse indicazioni saranno precisate dagli orientamenti in materia che la direttiva ha demandato di adottare all'EBA⁽¹³⁹⁾. Tali orientamenti sono, ad oggi, ancora non definitivi, ma offrono comunque tracce utili al fine di comprendere meglio, in un'ottica sistematica, i presupposti cui è condizionato il potere dell'autorità di risoluzione di diversificare i tassi di conversione quando il capitale sociale della banca sottoposta a risoluzione sia ripartito tra titolari di pretese poste su “gradini” diversi della gerarchia concorsuale.

In merito, il criterio dell'adeguata compensazione del «creditore per le perdite subite» richiede che venga rispettato il principio dell'assenza di pregiudizio, cardine dell'impianto della risoluzione (v. *supra* Cap. II, §6.1). L'autorità di risoluzione, in forza di tale principio, può diversificare il tasso di conversione tra titolari di pretese aventi rango diverso con l'intento di assicurare che nessun titolare di pretese convertite in azioni riceva un trattamento economico complessivo (somma del valore delle azioni e del valore dell'eventuale quota di pretesa rimasta inalterata) peggiore rispetto a quanto avrebbe ottenuto in caso di liquidazione coatta amministrativa della banca risolta. In sostanza, l'esercizio del potere di diversificazione dei tassi di conversione potrebbe porsi come doveroso quando la valutazione “precedente” evidenzia – applicando un tasso di conversione unico per le diverse categorie di passività convertite – una lesione del principio dell'assenza di pregiudizio per alcuni titolari di pretese convertite e, al contempo, un trattamento più favorevole a quanto imposto dal principio dell'assenza di pregiudizio per altri. Diversificando i tassi di conversione, si potrebbe attribuire più azioni a coloro che risultano pregiudicati in proporzione al valore nominale delle pretese convertite e, così, distribuire il valore della banca risolta in modo tale rendere compatibili gli effetti dell'azione di risoluzione con il principio

⁽¹³⁸⁾ Cfr. art. 55, comma 2, Decreto BRR.

⁽¹³⁹⁾ Cfr. art. 50, par. 4, BRRD, che prevedeva il 3 gennaio 2016 come termine per l'emanazione degli orientamenti EBA in materia di determinazione dei tassi di conversione. Tale termine non è stato, tuttavia, rispettato e, ad oggi, è disponibile soltanto una bozza per la pubblica consultazione degli orientamenti in materia (*Draft Guidelines on the rate of conversion of debt to equity in bail-in*), reperibile all'indirizzo www.eba.europa.eu/news-press/calendar?p_p_id=8&_8_struts_action=%2Fcalendar%2Fview_event&_8_eventId=890755).

dell'assenza di pregiudizio o, quantomeno, ridurre l'entità dell'esborso che il Fondo di risoluzione dovrà garantire ai creditori pregiudicati a titolo di indennità.

Ad ogni modo, è bene tenere presente che il citato carattere di doverosità della diversificazione dei tassi di conversione, finalizzato a garantire la compatibilità sin da subito dell'azione di risoluzione con il principio dell'assenza di pregiudizio, ha natura recessiva rispetto agli obiettivi della risoluzione (tra cui, *in primis*, quello della stabilità del sistema finanziario). Infatti, il rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio si impone, in una prospettiva *ex ante*, solo al fine di minimizzare i costi dell'azione di risoluzione, ma tale obiettivo è stato qualificato espressamente dal legislatore europeo come secondario rispetto al perseguimento degli altri obiettivi della risoluzione (v. *supra* Cap. II, §8.3).

Con riferimento al criterio del rispetto dell'«ordine di priorità applicabile in sede concorsuale», sembra che tale requisito si imponga soltanto quando – in presenza di pretese non gerarchicamente pariordinate destinate ad essere convertite in azioni – l'autorità di risoluzione decida di applicare tassi di conversione differenziati. Infatti, è ben possibile che l'autorità di risoluzione, in ipotesi di conversione di pretese non pariordinate, scelga di applicare un tasso uniforme se ciò consente, comunque, di compensare adeguatamente i creditori convertiti (ossia, produca effetti conformi a quanto richiesto ai fini del rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio) ⁽¹⁴⁰⁾. Nel caso in cui vengano stabiliti tassi di conversione differenziati, è necessario che nessuna categoria di creditori venga avvantaggiata in misura sproporzionata ⁽¹⁴¹⁾. Ciò, ferma restando la necessità di privilegiare, in caso di applicazione di tassi diversificati, coloro che hanno pretese di rango concorsuale più elevato e, dunque, hanno accettato di sopportare il rischio di impresa in misura inferiore rispetto agli altri titolari di pretese sottoposte a conversione ⁽¹⁴²⁾.

⁽¹⁴⁰⁾ Invero, la bozza di orientamenti pubblicata dall'EBA sembra spingersi oltre individuando una sorta di “preferenza” – ove compatibile con il principio dell'assenza di pregiudizio e con il conseguimento degli obiettivi della risoluzione – verso l'applicazione di unico tasso di conversione per tutte le pretese trasformata in azioni, anche ove non pariordinate. Cfr. la previsione 1.27 delle *Draft Guidelines on the rate of conversion of debt to equity in bail-in*, in base alla quale «Where there are no significant concerns about protecting creditor safeguards or fundamental property rights, and resolution authorities are satisfied that applying the same conversion rates would comply with the Article 34 principles and achieve the resolution objectives, there should not be any need for differential conversion rates».

⁽¹⁴¹⁾ Si veda, in questo senso, l'*Executive Summary* delle *Draft Guidelines on the rate of conversion of debt to equity in bail-in* elaborate dall'EBA secondo cui «Resolution authorities should avoid setting conversion rates which disproportionately benefit a particular class of creditors».

⁽¹⁴²⁾ Art. 55, comma 2, Decreto BRR.

Le considerazioni appena svolte in merito alla determinazione del tasso di conversione offrono indicazioni apparentemente contraddittorie in relazione alla conformità del quadro descritto rispetto ai principi tradizionali del necessario rispetto dell'ordine legittimo delle cause di prelazione e della *par condicio creditorum*. Da un lato, coerentemente con tali principi, non è possibile diversificare il trattamento tra creditori pariordinati e, in caso di applicazione di tassi di conversione diversi a categorie di creditori aventi un diverso grado di priorità, è necessario assicurare un tasso di conversione più favorevole per i creditori sovraordinati. Dall'altro lato, la bozza di orientamenti elaborati dall'EBA, pur se formalmente impone, in sede di conversione, il rispetto della *absolute priority rule*, lo fa in termini non rigidi, ammettendo che il tasso di conversione applicabile ad una data categoria di titolari di pretese possa essere anche maggiore di zero nonostante i creditori sovraordinati non abbiano ricevuto, per effetto della risoluzione, soddisfazione integrale ⁽¹⁴³⁾. In ogni caso, sembra comunque potersi, nella sostanza, individuare un allentamento dei vincoli posti dai citati principi tradizionali e, in particolare, dal principio del necessario rispetto dell'ordine legittimo delle cause di prelazione ⁽¹⁴⁴⁾.

In particolare, la disciplina della conversione prevista dal *write down* e dal *bail-in* evidenzia, in primo luogo, come l'integrale soddisfazione dei creditori (condizione necessaria affinché – in applicazione della *absolute priority rule* – i creditori a questi

⁽¹⁴³⁾ Si veda in questo senso la previsione n. 1.24 delle *Draft Guidelines on the rate of conversion of debt to equity in bail-in* che dispone che «*if for a given creditor class the total value of remaining debt and equity claims after the application of resolution powers, according to the ex ante valuation, is less than the value of the claims of that class before resolution, the resolution authority should set a conversion rate equal to or close to zero for all more junior classes of liabilities and instruments*» (sottolineatura aggiunta).

Sebbene la possibilità di applicare un tasso di conversione uniforme anche in relazione a pretese aventi un diverso grado di priorità possa apparire sintomatica di una deviazione dall'ordine legittimo delle cause di prelazione, in realtà occorre considerare che la conversione in azioni può avere ad oggetto anche soltanto una quota delle pretese rientranti in una determinata categoria. Pertanto, l'applicazione di un tasso uniforme a passività diverse non risulta, di per sé, incompatibile con la *absolute priority rule*, permettendo comunque la soddisfazione integrale dei creditori sovraordinati e la destinazione del residuo ai creditori di grado inferiore (ad esempio, creditori sovraordinati potrebbero ottenere soddisfazione integrale mediante una combinazione tra conservazione di una parte della loro pretesa e conversione della restante parte in azioni aventi un valore di mercato pari al valore nominale della pretesa convertita; i creditori di grado inferiore potrebbero vedere cancellata una parte della loro pretesa e convertita in azioni la restante parte sulla base del medesimo tasso di conversione applicato ai creditori sovraordinati).

⁽¹⁴⁴⁾ Ciò, pare coerente con quanto già rilevato con riferimento all'impianto complessivo della risoluzione e, più in generale, rispetto agli strumenti di gestione delle crisi di impresa diversi dalla liquidazione giudiziale del patrimonio del debitore (v. *supra* Cap. II, §6.2).

postergati possano ricevere una qualche soddisfazione) non richieda il pagamento in denaro delle loro pretese. Tale soddisfazione integrale si verifica, infatti, anche qualora sia ad essi riconosciuto un bene giuridico diverso da quello cui avevano diritto in base al loro titolo (ossia, dal denaro), purché di valore almeno pari al valore nominale della loro pretesa. In altre parole, deve considerarsi integralmente soddisfatto il creditore della banca sottoposta a risoluzione che, invece di ottenere il rimborso della propria pretesa, ottiene azioni (o una combinazione di denaro e azioni) per un valore pari al valore nominale del suo credito. Ciò, come vedremo più avanti, potrebbe avere implicazioni significative in relazione alla possibile individuazione di meccanismi alternativi alla liquidazione per la gestione della crisi dell'impresa societaria (v. *infra* Cap. IV, §2).

In secondo luogo, l'autorità di risoluzione dispone di una certa libertà nella distribuzione del *surplus* di risoluzione tra i titolari di pretese convertite anche in occasione della definizione dei tassi di conversione, oltre che – come visto (v. *supra* §3.4) – in relazione alla concessione di esenzioni *ad hoc* ⁽¹⁴⁵⁾. I punti fermi posti dalla disciplina normativa in tema di determinazione dei tassi di conversione pongono limiti non eccessivamente rigidi per l'autorità di risoluzione e – al di là delle indicazioni formulate dall'EBA, ancora provvisorie, che sembrerebbero suggerire il necessario rispetto della *absolute priority rule* (v. *supra*) – è possibile attendersi che l'autorità di risoluzione faccia uso della discrezionalità di cui dispone per strutturare l'azione di risoluzione in maniera rispondente ai principi della *relative priority rule*, così da ripartire il *surplus* di risoluzione tra i vari titolari di pretese coinvolti dall'intervento (sul tema, si veda *supra* Cap. II, §6.2).

Quanto appena rilevato pare, peraltro, confermato dalla previsione che impone un obbligo di diluire in maniera significativa i soci della banca risolta, qualora essi mantengano una partecipazione anche dopo l'attuazione del *write down* o del *bail-in*. Infatti, tale previsione, escludendo espressamente la possibilità per i “vecchi” soci di beneficiare del *surplus* di risoluzione nel caso in cui vengano inflitte perdite ai creditori (come si vedrà nel prossimo paragrafo), sembra *a contrario* implicare che – al di fuori dei rapporti tra “vecchi” soci e creditori convertiti – l'autorità di risoluzione possa ripartire tale *surplus* anche in maniera non del tutto conforme alla *absolute priority rule*.

⁽¹⁴⁵⁾ Cfr. G. PRESTI, *Il bail-in*, cit., p. 351 (nt. 28).

5.3. (Segue) *La “diluizione significativa” dei vecchi soci*

Il salvataggio di una banca in crisi mediante ricorso ad un *write down* o ad un *bail-in* non implica, necessariamente, l'esclusione di coloro che erano già soci della banca risolta. Il legislatore ha, infatti, previsto che, qualora la valutazione “precedente” abbia evidenziato un valore positivo del patrimonio netto della banca sottoposta a risoluzione, i “vecchi” soci possano mantenere una partecipazione nel capitale sociale della banca anche successivamente all'intervento dell'autorità di risoluzione. Tuttavia, in tale ipotesi, la legge prevede che l'autorità di risoluzione debba fissare un tasso di conversione tale «*da diluire in maniera significativa l'incidenza delle azioni e delle altre partecipazioni esistenti*»⁽¹⁴⁶⁾.

Tale laconica previsione lascia aperti numerosi dubbi interpretativi sia per quanto riguarda i presupposti in presenza dei quali è possibile preservare una partecipazione da parte dei “vecchi” soci, sia in merito all'eventuale doverosità della scelta di non cancellare integralmente le azioni della banca in presenza di tali presupposti, sia relativamente, infine, all'interpretazione del requisito della “diluizione significativa” (o *severe dilution*, secondo il termine utilizzato dal testo inglese della direttiva). Il tema del trattamento dei titolari di partecipazioni sociali nella banca sottoposta a *write down* o a *bail-in* si presta dunque – come detto nel precedente paragrafo – ad essere affrontato separatamente rispetto al tema generale della determinazione dei tassi di conversione cui risulta, comunque, connesso⁽¹⁴⁷⁾.

Al riguardo, il punto di partenza dell'analisi deve essere rappresentato dai presupposti che legittimano il mantenimento di una partecipazione sociale da parte

⁽¹⁴⁶⁾ Si veda l'art. 55, comma 1, Decreto BRR, che recepisce l'art. 47, par. 1, lett. b), e secondo periodo, della direttiva BRR, ai sensi del quale le autorità di risoluzione possono disporre «*la diluizione degli azionisti e dei detentori di altri titoli di proprietà esistenti in conseguenza della conversione in azioni o altri titoli di proprietà di: i) strumenti di capitale [...]; oppure ii) passività ammissibili*». Ciò, «*a condizione che, in conformità della valutazione effettuata ai sensi dell'articolo 36, l'ente soggetto a risoluzione abbia un valore netto positivo*» e utilizzando «*un tasso di conversione tale da diluire fortemente le quote di partecipazione in azioni e altri titoli di proprietà*».

⁽¹⁴⁷⁾ L'autonoma rilevanza di tale tema, rispetto alla determinazione del tasso di conversione, è stata rilevata anche dall'EBA che – nell'attuare il compito demandatogli dall'art. 47, par. 6, BRRD di adottare orientamenti in materia di conversione delle pretese in azioni nell'ambito del *write down* e del *bail-in* – ha formulato due distinte raccolte di orientamenti. In merito al trattamento dei “vecchi” soci, l'EBA ha sottoposto a pubblica consultazione una bozza non definitiva di orientamenti (*Draft Guidelines On the treatment of shareholders in bail-in or the write-down and conversion of capital instruments*), reperibile all'indirizzo www.eba.europa.eu/news-press/calendar?p_p_id=8&_8_struts_action=%2Fcalendar%2Fview_event&_8_eventId=890566.

dei vecchi soci, malgrado la sottoposizione della banca ad un *write down* o ad un *bail-in*. In particolare, occorre chiedersi se la sussistenza di un patrimonio netto di valore positivo, accertato sulla base della valutazione “precedente” compiuta dall’esperto indipendente, sia riferita ad una situazione di continuità oppure ad uno scenario di liquidazione. Il dubbio è giustificato dal fatto che, come visto in precedenza, all’interno della valutazione “precedente” convivono diversi tipi di stime. Tra queste, una è volta a stabilire il valore di mercato delle attività della banca in continuità e a quantificarne le passività (e, dunque, valore dell’attivo in una prospettiva di *going concern*), al fine di consentire all’autorità di risoluzione di determinare le modalità più opportune per il suo intervento; un’altra è finalizzata a determinare il ricavato di un’ipotetica liquidazione coatta amministrativa della banca (e, dunque, il patrimonio netto in una prospettiva di *gone concern*), così da offrire all’autorità un parametro per conformare sin da subito la propria azione al rispetto del principio dell’assenza di pregiudizio (v. *supra* Cap. II, §8.2).

In merito, la soluzione più convincente sembrerebbe quella di ritenere che, ogniqualvolta la valutazione “precedente” evidenzi un patrimonio netto positivo a valori di continuità, l’autorità di risoluzione abbia facoltà di strutturare la propria azione in modo da non escludere integralmente i “vecchi” soci. Tale conclusione dovrebbe potersi basare su numerose indicazioni ricavabili da un’interpretazione sistematica della disciplina della risoluzione.

In particolare, assumendo che la risoluzione sia un meccanismo di gestione in grado di preservare il valore meglio della liquidazione coatta amministrativa (e, dunque, che il patrimonio netto a valori di continuità sia maggiore del patrimonio netto a valori di liquidazione), la previsione normativa della facoltà di non escludere integralmente i “vecchi” soci apparirebbe superflua qualora dovesse essere riferita alla sussistenza di un patrimonio netto positivo a valori di liquidazione: in questo caso, sarebbe lo stesso principio dell’assenza di pregiudizio – posto a tutela anche dei soci (v. *supra* Cap. II, §6.1) – a rendere doveroso lasciare agli azionisti una partecipazione sociale. Il legislatore europeo (più chiaramente rispetto a quello italiano) sembra aver previsto una discrezionalità dell’autorità di risoluzione in merito alla scelta se disporre o meno la cancellazione integrale delle azioni o provvedere alla “diluizione significativa” dei soci: tale discrezionalità non si giustificerebbe se il suo presupposto fosse la sussistenza di un patrimonio netto positivo a valori di liquidazione, dovendosi

piuttosto ritenere in quell'ipotesi che l'autorità abbia un obbligo di non cancellare integralmente la partecipazione dei vecchi soci in ossequio al principio dell'assenza di pregiudizio (pur se in via subordinata al perseguimento dei primari obiettivi della risoluzione, v. *supra* Cap. II, §8.3). Infine, se si ricollegasse il presupposto della possibilità per i soci di mantenere una partecipazione alla presenza di un patrimonio netto positivo a valori di liquidazione, non si spiegherebbe nemmeno l'indicazione normativa secondo cui la diluizione deve essere «*significativa*». In tal caso, infatti, ai soci spetterebbe né più, né meno della partecipazione corrisponde al valore del patrimonio netto a valori di liquidazione: l'attribuzione di una partecipazione maggiore sarebbe priva di presupposto; un'attribuzione inferiore sarebbe lesiva del principio dell'assenza di pregiudizio. Piuttosto, deve ritenersi che la previsione normativa che impone di stabilire un tasso di conversione tale da comportare una diluizione significativa dei “vecchi” abbia lo scopo di fornire un'indicazione in merito alla ripartizione del *surplus* di risoluzione.

Prima di passare alle modalità con cui tale *surplus* deve essere distribuito nei rapporti tra soci e creditori, pare opportuno riepilogare il quadro che sembra emergere dalle considerazioni appena svolte. Assumendo che il valore della banca in continuità sia maggiore al valore della stessa in una prospettiva di liquidazione ⁽¹⁴⁸⁾, l'autorità di risoluzione ha la facoltà di limitarsi a diluire significativamente i “vecchi” soci, senza escluderli dalla compagine societaria della banca risolta, quando la valutazione “precedente” evidenzia un patrimonio netto a valori di continuità superiore a zero ⁽¹⁴⁹⁾. In altre parole, il mantenimento da parte dei “vecchi” soci di una partecipazione, pur diluita, è compatibile solo con una situazione che non richieda l'azzeramento di un

⁽¹⁴⁸⁾ Sebbene questa costituisca la regola in ragione della maggiore capacità dello strumento del *bail-in* di conservare il valore del patrimonio della banca rispetto alla liquidazione coatta amministrativa, non può escludersi tuttavia che il valore *gone concern* possa, in alcuni casi, superare il valore di *going concern* nell'attuale contesto caratterizzato da bassi ricavi (in ragione dei tassi di interesse ormai ridotti ai minimi) e da costi operativi che risentono ancora di un modello di *business* bancario ormai in buona parte superato (si pensi all'elevato numero di dipendenti e di filiali). La banca potrebbe, infatti, avere un EBIT negativo e nessuna prospettiva di essere riportata, in tempi brevi, a redditività.

⁽¹⁴⁹⁾ Tale interpretazione risulta confermata dalla bozza di orientamenti pubblicata dall'EBA (*Draft Guidelines On the treatment of shareholders in bail-in or the write-down and conversion of capital instruments*) che, sul tema, dispone alla previsione n. 1.8 che «*if shares or other instruments of ownership have a positive value according to the ex ante valuation, [...] resolution authorities may choose from a wider set of options consisting of: a) full cancellation or transfer; b) partial cancellation or transfer; or, c) dilution*». In questo senso, si veda anche G. PRESTI, *Il bail-in*, cit., p. 351 (nt. 28).

deficit patrimoniale e che, dunque, non comporti una riduzione del valore delle pretese dei creditori della banca, per le quali è prevista soltanto la conversione in azioni al fine di fornire alla banca una adeguata dotazione patrimoniale ⁽¹⁵⁰⁾. Quando la valutazione “precedente” evidenzia un patrimonio netto positivo, oltre che a valori di continuità, anche a valori di liquidazione, l'autorità di risoluzione ha il dovere – non la facoltà – di assicurare ai “vecchi” soci la conservazione di una partecipazione nella banca sottoposta a risoluzione ⁽¹⁵¹⁾. Tale dovere discende dal principio dell'assenza di pregiudizio, sebbene esso debba cedere, come detto, alle esigenze imposte dal raggiungimento dei primari obiettivi della risoluzione, qualora entri con esse in conflitto ⁽¹⁵²⁾.

Dopo avere individuato i presupposti necessari affinché possa, e in taluni casi debba, essere preservata una partecipazione sociale dei “vecchi” soci nella banca risolta, occorre soffermarsi sulla portata del requisito che impone all'autorità di risoluzione di fissare il tasso di conversione ai fini dell'applicazione del *write down* ristorativo o del *bail-in* in modo da garantire la diluizione in misura “significativa” dei vecchi soci.

In merito, deve immediatamente escludersi che tale locuzione possa essere interpretata nel senso di non consentire che i “vecchi” soci partecipino alla distribuzione del *surplus* di risoluzione. Tale interpretazione finirebbe per escludere sempre i soci quando il patrimonio netto non sia positivo a valori di liquidazione, in contrasto con quanto osservato sopra. All'opposto, uno dei principi essenziali dell'impianto della risoluzione – consistente nel porre a carico degli azionisti, in prima

⁽¹⁵⁰⁾ Cfr. la previsione n. 1.7 della bozza di orientamenti EBA, secondo cui «*writing down other creditors whilst shareholders retained some value would be inconsistent with both the sequence of write-down in Article 48 of Directive 2014/59/EU and the respect for the creditor hierarchy in insolvency required by the resolution principles of Article 34 of Directive 2014/59/EU*».

⁽¹⁵¹⁾ L'interpretazione proposta sembra, anche sotto questo profilo, conforme a quanto sostenuto dall'EBA nella bozza di orientamenti pubblicata, dove si legge alla previsione n. 1.6 che «*where the net asset value of the institution is positive according to both the ex ante and ex ante insolvency valuations [ossia, in prospettiva sia di continuità, sia di liquidazione], the extent of cancellation or transfer should be partial and ensure that shareholders retain at least the net asset value in the ex ante insolvency valuation [ossia, il valore che avrebbero ricevuto in caso di liquidazione coatta amministrativa della banca]*»

⁽¹⁵²⁾ Sul tema, si veda sempre la bozza di orientamenti EBA secondo cui «*there may be some circumstances where it would be appropriate for existing shares not to be cancelled or transferred in their entirety, but to instead be diluted through the conversion of other liabilities into shares. This would only be the case where shareholders would have retained some value in insolvency, meaning that to fully cancel their shares would be to breach the 'no creditor worse off' safeguard in Article 75*» (p. 5).

battuta, le perdite derivanti dalla crisi della banca ⁽¹⁵³⁾ – conduce ad escludere che i soci possano essere diluiti, per effetto della conversione delle passività nell’ambito del *write down* o del *bail-in*, in misura minore rispetto a quanto sarebbe accaduto se la ripatrimonializzazione della banca fosse avvenuta tramite un ordinario aumento di capitale, senza intervento dell’autorità di risoluzione, e tale aumento fosse stato sottoscritto da un terzo. In altre parole, la sottoposizione della banca ad un *write down* o ad un *bail-in* non può tradursi in un sacrificio dei soci minore rispetto a quanto accadrebbe se, prendendo a base di partenza le risultanze della valutazione “precedente”, venisse deliberato un aumento di capitale in misura pari a quello risultante dalla conversione forzata delle pretese dei creditori e tale aumento fosse integralmente sottoscritto da un terzo.

Quanto detto sinora consente di identificare la forbice all’interno della quale deve essere ricompreso il trattamento dei soci perché sia compatibile con il requisito della diluizione in misura “significativa”: il tasso di conversione può essere tale da consentire ai “vecchi” soci di concorrere nella distribuzione del *surplus* di risoluzione, permettendogli di conservare azioni aventi un valore superiore all’eventuale residuo che avrebbero percepito se la banca fosse stata liquidata; tale tasso, tuttavia, non può favorire i soci rispetto a quanto sarebbe accaduto se la ricapitalizzazione della banca fosse avvenuta senza bisogno di ricorrere ad una conversione forzata dei creditori nell’ambito di un *write down* o di un *bail-in*.

All’interno di tale forbice, la determinazione in concreto del tasso di conversione e, dunque, del grado di diluizione dei “vecchi” soci rientra, inevitabilmente, nella discrezionalità dell’autorità di risoluzione. Ciò che sembra, tuttavia, certo è che la diluizione significativa dei soci (o, con formula più incisiva in inglese, la loro *severe dilution*) richiede che il tasso di conversione applicato conduca a risultati che – pur consentendo una partecipazione dei soci al *surplus* di risoluzione – garantiscano a pieno il rispetto della *absolute priority rule* nei rapporti tra soci e creditori convertiti, assicurando che, ogniqualvolta i “vecchi” soci mantengano una partecipazione, i creditori ricevano azioni della banca aventi un valore almeno pari al

⁽¹⁵³⁾ Si veda l’art. 34, par. 1, lett. a), BRRD. L’imposizione delle perdite, in primo luogo, sui soci è fondamentale affinché possa attenuarsi l’eccessiva assunzione di rischi che caratterizzava l’impresa bancaria in ragione del fatto che, per la tradizionale mancanza di meccanismi adeguati per la gestione delle crisi, si è spesso scelto di socializzare le perdite mediante salvataggi a spese dei contribuenti, a fronte di un’appropriazione privata dei profitti nel corso dell’esercizio ordinario della banca. Sul tema, si veda ampiamente *supra* Cap. II, §2.

valore nominale delle pretese sottoposte a conversione. Infatti, in ragione della posizione residuale occupata dai soci, non sarebbe compatibile con i principi della risoluzione (v. *supra* Cap. II, §5) e, più in generale, con i fondamentali principi alla base del modello della società di capitali (v. *supra* Cap. I, §1) imporre perdite ai creditori, per effetto della conversione forzata, quando ai soci è data la possibilità di trattenere parte del valore dell'impresa bancaria ⁽¹⁵⁴⁾.

In sintesi, il requisito della diluizione “significativa” dei soci dovrebbe essere interpretato nel senso di escludere la possibilità che gli effetti dell'azione di risoluzione determinino deviazioni dall'ordine legittimo delle cause di prelazione, diversamente da quanto sembra possa accadere nei rapporti tra creditori (v. *supra* §5.2). Quando i soci mantengono una partecipazione, questa deve essere diluita quantomeno in misura sufficiente da assicurare che il valore complessivo attribuito ai creditori convertiti (valore di mercato delle azioni e valore nominale dell'eventuale parte di pretesa non convertita) sia almeno pari al valore nominale delle loro pretese prima della sottoposizione della banca a risoluzione. Non sembra, invece, necessario che – affinché sia rispettato il requisito della diluizione significativa – ai creditori convertiti sia attribuito un valore complessivamente eccedente il valore nominale della loro pretese ⁽¹⁵⁵⁾. Tuttavia, nel caso in cui ciò avvenga, dovrebbe potersi escludere una violazione dei diritti dei “vecchi” soci, ove il trattamento risultante dalla risoluzione sia per questi compatibile con il principio dell'assenza di pregiudizio ⁽¹⁵⁶⁾.

⁽¹⁵⁴⁾ La bozza di orientamenti elaborata dall'EBA (*Draft Guidelines On the treatment of shareholders in bail-in or the write-down and conversion of capital instruments*) sembra aderire a questa ricostruzione della posizione dei soci nella parte in cui prevede che «*shareholders sit at the bottom of the insolvency creditor hierarchy, and are therefore the first creditors to absorb losses on both a going-concern basis and in an insolvency*» (p. 5) e che «*resolution authorities should not seek to impose losses on other creditors of the institution until shareholders have absorbed losses to the maximum possible extent*» (p. 4).

⁽¹⁵⁵⁾ Da un'interpretazione sistematica della disciplina pare potersi escludere, dunque, che il requisito della *severe dilution* imponga sempre di penalizzare i soci (*contra* L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., p. 172). Piuttosto, esso sembra escludere la possibilità per l'autorità di risoluzione di favorirli mediante deviazioni dalla *absolute priority rule*.

⁽¹⁵⁶⁾ La disciplina della risoluzione non pare, infatti, offrire ai soci di una banca sottoposta a risoluzione tutele ulteriori rispetto a quella assicurata dal fondamentale principio dell'assenza di pregiudizio. Ciò sembra coerente con la circostanza che – in assenza di un intervento pubblico e del sacrificio imposto coattivamente ai creditori (pur se solo in termini di conversione in azioni della loro pretesa) – la banca sarebbe stata necessariamente sottoposta a procedura ordinaria di insolvenza e i soci avrebbero ottenuto soltanto il valore di liquidazione. Pertanto, l'autorità di risoluzione è libera di assicurare, nel rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio, un trattamento dei creditori convertiti più favorevole rispetto a quanto dovrebbe conseguire da un'applicazione rigorosa della *absolute priority*

5.4. *La riduzione e conversione in azioni delle passività*

Dopo aver individuato l'ordine di assorbimento delle perdite (v. *supra* §5.1) e descritto come tali perdite siano allocate tra i titolari di pretese soggette a conversione (v. *supra* §6.2), è possibile esaminare le modalità concrete con cui è attuato il *bail-in*.

Come già anticipato, il meccanismo alla base del *bail-in* – salva l'eventuale combinazione con altri strumenti di risoluzione o circostanza particolari, su cui *infra* – prevede il compimento da parte dell'autorità di risoluzione delle seguenti due operazioni:

- 1) cancellazione di fondi propri (azioni e riserve) e passività, al fine di azzerare l'eventuale *deficit* patrimoniale, e
- 2) conversione degli stessi in azioni nella misura necessaria a dotare la banca di un patrimonio sufficiente a consentire la prosecuzione della sua attività.

Tali operazioni vengono poste in essere dall'autorità di risoluzione in immediata successione, senza che vi sia alcun intervallo temporale tra di esse. L'entità delle pretese sottoposte a cancellazione e di quelle destinate ad essere convertite dipende, come già detto, dal contenuto della valutazione "precedente", all'interno della quale l'esperto indipendente è chiamato a quantificare l'eventuale *deficit* patrimoniale e a stabilire la dotazione patrimoniale che la banca dovrà avere dopo l'intervento dell'autorità di risoluzione al fine di poter continuare ad operare (v. *supra* Cap. II, §§8.1 e 8.2).

In base all'entità delle pretese che devono essere sottoposte a cancellazione e conversione è possibile distinguere tra due ipotesi che comportano il ricorso a strumenti giuridici diversi (in specie, *write down* e *bail-in*), pur se sostanzialmente assimilabili dal punto di vista del funzionamento e degli effetti (v. *supra* §2):

A) il caso in cui la banca in crisi abbia, in base alle risultanze della valutazione, un patrimonio di vigilanza (fondi propri) complessivamente sufficiente a rispettare i requisiti autorizzativi per l'esercizio dell'attività bancaria, ma la composizione del

rule (che richiede che nessun creditore riceva più del valore nominale della propria pretesa, v. *supra* Cap. II, §6.2, nt. 126).

In merito alla compatibilità costituzionale del trattamento assicurato ai soci nell'ambito della disciplina della risoluzione, anche alla luce della giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'uomo, si rimanda più avanti al Capitolo IV, §6.1.

patrimonio di vigilanza denoti, per effetto di perdite, un capitale primario di classe 1 (CET1) insufficiente ⁽¹⁵⁷⁾;

B) il caso in cui la banca in crisi risulti – sempre secondo la valutazione dell’esperto indipendente – priva di un patrimonio di vigilanza sufficiente.

Nell’ipotesi di cui alla lettera A siamo di fronte ad una crisi che può (e, quindi, deve, v. *supra* Cap. II, §§7.2 e 7.3) essere risolta senza che la banca sia sottoposta a risoluzione (e, quindi, senza che possa applicarsi un vero e proprio *bail-in*). Occorre semplicemente modificare la composizione del patrimonio di vigilanza, “trasformando” elementi computabili nel capitale aggiuntivo di classe 1 o nel capitale di classe 2 in elementi computabili nel capitale primario di classe 1, senza necessità di incidere sulle passività *bailinable* non computabili nei fondi propri. A tale fine, il legislatore europeo ha previsto che debba essere esercitato il potere di *write down*, con funzione in questo caso “ristorativa” (ossia, al fine di risolvere la crisi, si veda quanto detto *supra* al §2). In sostanza, l’autorità di risoluzione opererà soltanto sugli elementi computabili nei fondi propri, cancellandoli o convertendoli in azioni (e, dunque, in elementi del CET1), secondo l’ordine di assorbimento delle perdite già descritto (v. *supra* §5.1). In specie, si procede cancellando tali elementi sino a copertura delle perdite e convertendo in azioni (ossia, degradando a capitale primario di classe 1, che rappresenta la componente di patrimonio più subordinata) elementi che risultavano, per le loro caratteristiche, computabili all’interno di componenti del patrimonio di vigilanza preordinate (ossia, elementi del patrimonio di vigilanza computabili nel capitale aggiuntivo di classe 1 e nel capitale di classe 2) ⁽¹⁵⁸⁾. Restano invece intatte le passività *bailinable*, comprese quelle subordinate (fatta eccezione per le passività subordinate che, per le loro caratteristiche, sono computabili nel capitale di classe 2).

Nel caso ipotizzato alla lettera B, la crisi della banca è più grave e necessita di essere superata tramite la risoluzione. Limitandoci allo strumento del *bail-in*, si deve osservare che, in questo caso, non è infatti sufficiente operare sui fondi propri che, a seguito delle perdite, sono divenuti complessivamente insufficienti o, addirittura,

⁽¹⁵⁷⁾ Il capitale primario di classe 1 (CET1) è il primo ad assorbire le perdite (v. *supra* nt. 123). In caso di riduzione del CET1, la banca può trovarsi a non rispettare più i requisiti per il mantenimento dell’autorizzazione all’esercizio dell’attività bancaria, poiché tali requisiti – oltre ad imporre un valore minimo per il patrimonio di vigilanza nel suo complesso – prevedono anche delle soglie minime per le singole componenti che costituiscono il patrimonio di vigilanza (capitale primario di classe 1, capitale aggiuntivo di classe 1, capitale di classe 2).

⁽¹⁵⁸⁾ Sul tema, si veda anche S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, cit., p. 132.

sono andati interamente perduti. Occorre quindi procedere alla cancellazione e conversione in azioni non solo dei fondi propri, ma anche le passività ammissibili in base all'ordine di assorbimento delle perdite già descritto (v. *supra* §5.1).

Più precisamente, si provvederà a cancellare il valore nominale degli elementi computabili nei fondi propri (azioni, strumenti finanziari, alcune passività subordinate; sul tema v. *supra* le note 123, 124 e 125) e, quando il patrimonio di vigilanza sia andato integralmente perduto, a cancellare anche le passività ammissibili sino ad adeguare la situazione contabile della banca a quella reale (ossia, ad assorbire interamente le perdite) e, in seguito, a convertire in azioni gli elementi computabili nei fondi propri (se non integralmente cancellati) e le passività ammissibili, non oggetto di esenzione discrezionale (v. *supra* §3.4), secondo la loro ordinaria gerarchia concorsuale (v. *supra* §5.1);

In sintesi, nel caso in cui non si incida sulle passività ammissibili, poiché ciò non è necessario al fine di risolvere la crisi dell'intermediario, si ricorre ad un *write down* "ristorativo" (scenario A); nel caso in cui al fine di risolvere la crisi sia necessario intervenire sulle passività *bailinable*, si deve ricorrere ad un *bail-in* sulle passività (scenario B). Come detto (v. *supra* §2), il *bail-in* ha un'estensione più ampia del potere di *write down* sui fondi propri e, pertanto, il *write down* "preparatorio" sembra utile se combinato con altri strumenti di risoluzione (ad esempio, il ricorso ad un ente-ponte).

È opportuno segnalare in questa sede che sia nel caso del *write down* ristorativo (scenario A), sia nel caso del *bail-in* (scenario B), quando la ripatrimonializzazione della banca avviene tramite la contestuale conversione di categorie di fondi propri e/o passività aventi diversa gerarchia concorsuale, l'autorità di risoluzione può utilizzare tassi di conversione diversi tali da favorire i titolari delle pretese convertite di rango superiore. In tal modo, è possibile riprodurre il c.d. *water fall*, ovvero sia riprodurre nell'attribuzione delle quote di partecipazione sociale la preferenza (o la postergazione) che era riconosciuta ai creditori convertiti in relazione alla struttura dell'indebitamento della banca prima dell'applicazione del *bail-in* ⁽¹⁵⁹⁾. L'applicazione

⁽¹⁵⁹⁾ Un esempio può essere opportuno. Si ipotizzi una banca, il cui patrimonio di vigilanza è previsto debba essere almeno 40, che abbia un attivo di 1000 e un passivo composto da 850 di depositi protetti, 100 di passività non garantite (50 relativi a un finanziamento da parte di un'altra banca e 50 relativi all'emissione di un prestito obbligazionario) e 50 di fondi propri (tra cui, il capitale sociale). Nel caso in cui la banca subisca una perdita di 40, occorrerà assorbire tale perdita mediante la cancellazione dei diritti relativi ai fondi propri, partendo dalle azioni (rappresentative del capitale

di un tasso di conversione tale diluire “significativamente” in vecchi azionisti deve essere utilizzato quando la banca sottoposta a *write down* ristorativo o *bail-in* risulti avere, in base alla valutazione “precedente”, un patrimonio netto positivo ⁽¹⁶⁰⁾ e, dunque, gli azionisti non vengano integralmente cancellati, ma siano soltanto diluiti. Sul tema, si rimanda a quanto si è detto *supra* nel §5.2.

sociale) e dagli altri titoli corrispondenti a elementi del CET1 e proseguendo, se necessario, cancellando elementi del CET1 aggiuntivo e del CET2.

Per effetto di tale perdita, la banca si troverà nella seguente situazione: attivo pari 960 e passivo composto da 850 di depositi protetti, 100 di passività non garantite (50 relativi a un finanziamento da parte di un'altra banca e 50 di debiti relativi all'emissione di un prestito obbligazionario) e 10 di fondi propri, tra cui, non dovrebbe più figurare il capitale sociale e gli altri elementi del CET1 (in virtù della loro postergazione a tutte gli altri diritti e pretese verso la banca).

A questo punto, al fine di dotare la banca di un patrimonio di vigilanza pari a 40 come richiesto dall'autorità di risoluzione, occorrerà procedere alla conversione in azioni dei fondi propri residui (qualora, come verosimile, essi abbiano natura di strumenti diversi dalle azioni tra cui, ad esempio, quella di obbligazioni subordinate computabili nel CET2) e delle passività ammissibili. Nel caso descritto, la conversione riguarderà 10 di fondi propri e 30 di passività non garantite (15 relativi al finanziamento da parte dell'altra banca e 15 relativi al prestito obbligazionario, ipotizzando che tali pretese siano gerarchicamente pariordinate).

Nel caso descritto, poiché la conversione riguarda, al contempo, pretese poste su livelli diversi della gerarchia concorsuale (fondi propri e passività non garantite) l'autorità di risoluzione potrà stabilire tassi di conversione diversi in modo da offrire un trattamento migliore (ossia, un numero maggiore di azioni per unità di valore nominale convertita) alle pretese gerarchicamente preordinate (nel nostro caso, le passività non garantite).

L'operazione implica la sottoposizione della banca in crisi a risoluzione, avendo natura di *bail-in* vero e proprio. Infatti, tale operazione – che avviene in maniera unitaria sebbene concettualmente scindibile in una sequenza di cancellazione e conversione – coinvolge anche le passività ammissibili, non computate o computabili nei fondi propri della banca. Più precisamente, all'esito dell'operazione, la banca si troverà nella seguente situazione: attivo di 960 e passivo composto da 850 di depositi protetti, 70 di passività non garantite (35 relativi a un finanziamento da parte di un'altra banca e 35 relativi all'emissione di un prestito obbligazionario) e 40 di fondi propri integralmente rappresentato da azioni (attribuite ad alcuni titolari degli strumenti precedentemente computabili nei fondi propri, alla banca finanziatrice e agli obbligazionisti).

⁽¹⁶⁰⁾ Si noti che il patrimonio netto contabile è soltanto una frazione del patrimonio di vigilanza, all'interno del quale sono computabili anche strumenti che – dal punto di vista contabile – hanno natura di strumenti di debito (si tratta, sostanzialmente, degli strumenti computabili nel CET1 aggiuntivo e nel CET2). Si pensi, ad esempio, al fatto che all'interno del patrimonio di vigilanza rientrano anche le obbligazioni subordinate aventi le caratteristiche per essere computate nel CET2 *ex art. 63 Reg. 2013/575/UE (v. supra nt. 125)*, le quali non possono senza dubbio essere computate all'interno del patrimonio netto contabile. Pertanto, può ben accadere che una banca con un patrimonio netto contabile negativo abbia un patrimonio di vigilanza positivo.

5.5. (Segue) *Particolarità nel caso di bridge bank e crisi di gruppo*

Quanto detto al precedente paragrafo riguarda l'ipotesi in cui i poteri di cancellazione e conversione vengano utilizzati per risolvere la crisi di una singola banca senza che l'azione dell'autorità di risoluzione si avvalga anche di altri strumenti di risoluzione. Tuttavia, rispetto alla sequenza di cancellazione e conversione appena descritta alcune precisazioni sono necessarie con riferimento a due ipotesi particolari: quella in cui lo strumento del *bail-in* venga utilizzato insieme allo strumento della *bridge bank* e quella in cui si proceda contemporaneamente ad un *write-down* dei fondi propri per più banche appartenenti ad un unico gruppo in stato di crisi.

Nel caso in cui l'autorità di risoluzione intenda utilizzare *bail-in* e *bridge bank* in combinazione, l'aspetto di maggiore peculiarità è rappresentato dal fatto che ai titolari delle pretese convertite saranno attribuite azioni del veicolo societario che svolge la funzione di ente-ponte, non della banca sottoposta a risoluzione. In tal caso, infatti, il *bail-in* non viene attuato sulla società che esercitava originariamente l'impresa bancaria, che è destinata ad essere liquidata ⁽¹⁶¹⁾, ma sulla parte di patrimonio ceduta all'ente-ponte ⁽¹⁶²⁾. In sostanza, dopo la cessione all'ente-ponte, tale veicolo viene capitalizzato mediante la conversione in azioni di una parte delle passività trasferite ⁽¹⁶³⁾. Inoltre, occorre segnalare che, in caso di combinazione con la *bridge bank*, la sequenza del *bail-in* è probabile non preveda una fase di riduzione delle passività, procedendosi invece subito alla fase della conversione in azioni delle stesse secondo l'ordine di assorbimento delle perdite descritto ⁽¹⁶⁴⁾. Infatti, rispetto al patrimonio

⁽¹⁶¹⁾ Si veda l'art. 37, par. 6, BRRD.

⁽¹⁶²⁾ Peraltro, l'attribuzione ai creditori convertiti di azioni della banca sottoposta a risoluzione non offrirebbe loro alcun tipo di soddisfazione, in probabile violazione del principio dell'assenza di pregiudizio. Tale conclusione appare evidente se si considera che: (i) il compendio patrimoniale che la banca sottoposta a risoluzione cede all'ente ponte deve avere valore superiore a zero (sommando però anche quanto proveniente da altre fonti e, in specie, dal Fondo di risoluzione), pertanto il *deficit* patrimoniale eventualmente esistente rimarrà tutto (o quasi) in capo alla banca sottoposta a risoluzione; e (ii) la parte di patrimonio trasferito all'ente-ponte deve includere le attività necessarie per garantire la prosecuzione delle funzioni essenziali, mentre la banca sottoposta a risoluzione conserva solo i rapporti che non pongono rischi per la stabilità del sistema finanziario e, pertanto, possono essere liquidati con un'ordinaria procedura di insolvenza (in Italia, con la liquidazione coatta amministrativa).

⁽¹⁶³⁾ Cfr. art. 43, par. 2, lett. b), n. i), BRRD.

⁽¹⁶⁴⁾ Diversamente, sul punto, S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, cit., p. 117, il quale afferma, al contrario, che in caso di combinazione tra *bridge bank* e *bail-in* l'autorità di risoluzione potrebbe limitarsi a cancellare le passività, senza alcuna conversione delle passività in azioni in quanto

dell'ente-ponte, manca un *deficit* patrimoniale da coprire con la cancellazione di fondi propri e passività poiché la legge richiede che l'ente-ponte abbia un patrimonio netto pari o superiore a zero, anche dopo il trasferimento del compendio patrimoniale della banca sottoposta a risoluzione ⁽¹⁶⁵⁾. L'effetto è che l'iniziale partecipazione pubblica al capitale dell'ente-ponte (presumibilmente totalitaria, ove l'ente-ponte sia costituito specificamente per l'occasione) non può scomparire mai del tutto ⁽¹⁶⁶⁾, venendo soltanto diluita dalla conversione delle passività in azioni e ferma restando, in ogni caso, la facoltà dell'autorità di risoluzione di esercitare sull'ente-ponte i poteri di controllo ad essa attribuiti anche qualora la sua partecipazione divenga minoritaria all'esito dell'applicazione del *bail-in* ⁽¹⁶⁷⁾.

Nella seconda ipotesi particolare di cui si è anticipato sopra (ovverosia, il *write-down* degli strumenti di capitale nell'ambito di un gruppo bancario in crisi), la sequenza generale di cancellazione/conversione assume caratteri di particolarità per il fatto che può avvenire, per le banche appartenenti al gruppo, su base consolidata, senza distinzione di masse patrimoniali. In sostanza, le pretese computabili, al contempo, nei fondi propri sia di una singola banca appartenente al gruppo (su base individuale), sia del gruppo nel suo complesso (su base consolidata) possono essere cancellate o convertite in azioni (anche della capogruppo), quando il gruppo complessivamente considerato si trova in stato di crisi ⁽¹⁶⁸⁾. Ciò, anche quando la singola banca, i cui

l'autorità pubblica o gli investitori privati titolari del capitale dell'ente ponte potrebbero non desiderare il coinvolgimento di azionisti di minoranza.

Tale pronostico non sembra condivisibile alla luce di due considerazioni: (i) il trasferimento di passività all'ente-ponte con l'intento di esercitare su di esse il potere di cancellazione non avrebbe ragion d'essere, alla luce del fatto che la banca sottoposta a risoluzione è destinata ad essere liquidata con procedura ordinaria di insolvenza e, pertanto, tali passività, se non trasferite, riceverebbero comunque una soddisfazione limitata al riparto di liquidazione; (ii) l'autorità di risoluzione conserva un potere di controllo sull'ente-ponte, anche nel caso in cui la partecipazione pubblica al capitale di tale ente sia, o divenga per effetto del *bail-in*, minoritaria (sul punto, si veda quanto si dirà *infra*).

⁽¹⁶⁵⁾ Cfr. art. 40, par. 3, BRRD, recepito all'art. 43, comma 2, del Decreto BRR.

⁽¹⁶⁶⁾ In questa prospettiva, appare più chiaro il significato della previsione della BRRD secondo cui l'autorità pubblica detiene sempre, almeno in parte, il capitale dell'ente-ponte (art. 40, par. 2, lett. a, BRRD, recepito dall'art. 42, comma 2, Decreto BRR).

⁽¹⁶⁷⁾ Cfr. Art. 40, par. 2, secondo periodo, BRRD, recepito all'art. 42, comma 4, Decreto BRR.

⁽¹⁶⁸⁾ I fondi propri computabili a livello consolidato sono i fondi propri delle società che appartengono o sono collegate al gruppo. Tali fondi propri sono calcolati, ai fini della definizione del patrimonio di vigilanza consolidato, in base ai metodi di consolidamento previsti dalla normativa sul bilancio (cfr. Circolare della Banca d'Italia n. 262 del 22 dicembre 2005) con le tre seguenti modalità in base al tipo di rapporto esistente tra ciascuna società è il gruppo bancario: 1) il "metodo del

fondi propri sono cancellati o convertiti, non si trovi in una situazione di dissesto o di rischio di dissesto.

In altri termini, rispetto al solo potere di *write down* (e, dunque, rispetto soltanto alle pretese computabili nel patrimonio di vigilanza della banca) e non, invece in relazione allo strumento del *bail-in* (e, dunque, in relazione alle passività ammissibili diverse dai fondi propri), il legislatore europeo ha superato l'usuale approccio atomistico tenuto nell'ambito della crisi di impresa e, più specificamente, anche nell'ambito della risoluzione bancaria ⁽¹⁶⁹⁾. Non è necessario che ciascuna componente di un gruppo si trovi in stato di dissesto per poter esercitare il potere di *write down*; è sufficiente che il gruppo si trovi, se complessivamente considerato, in stato di crisi ⁽¹⁷⁰⁾. Più precisamente, quando un gruppo viola, o si ritiene che violerà, i requisiti prudenziali su base consolidata, l'autorità di risoluzione deve cancellare o convertire le pretese computabili nei fondi propri consolidati di tutte le banche appartenenti al gruppo, anche ove esse non siano in crisi ⁽¹⁷¹⁾. Ciò, sia quando la

consolidamento integrale” per le società bancarie, finanziarie e strumentali che sono controllate dal gruppo bancario, in base al quale tutti i fondi propri individuali sono computabili su base consolidata; 2) il “metodo del consolidamento proporzionale” per le società bancarie, finanziarie e strumentali sottoposte al controllo congiunto del gruppo bancario e da questo partecipate in misura almeno pari al 20 per cento, che prevede si tenga conto dei fondi propri in proporzione alla quota di partecipazione; 3) il “metodo del patrimonio netto” per le società bancarie, finanziarie e strumentali partecipate in misura almeno pari al 20 per cento, ma non sottoposte al controllo da parte del gruppo bancario neppure in via congiunta. Sul tema, si rinvia più ampiamente alla Circolare della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013.

⁽¹⁶⁹⁾ Si veda, in questo senso, anche S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, cit., p. 133.

⁽¹⁷⁰⁾ Al riguardo, si ricordi quanto detto *supra* al §2 in merito alla natura del potere di *write down*, che si colloca formalmente al di fuori dell'ambito della risoluzione, pur avendo la stessa natura dal punto di vista tecnico.

⁽¹⁷¹⁾ Al riguardo si veda l'art. 59, par. 4, BRRD che identifica il presupposto dell'obbligo per l'autorità di esercitare il potere di *write down* sul gruppo in occasione della contestuale presenza delle seguenti condizioni:

(i) il gruppo si trova in dissesto o a rischio di dissesto, da intendersi – ai sensi dell'art. 59, par. 6 – come la violazione o alla probabile violazione nel prossimo futuro dei requisiti prudenziali consolidati; e

(ii) la crisi, anche alla luce della tempistica e delle circostanze del caso concreto, non può essere superata con misure alternative al *write down*, esercitato indipendentemente (*write down* ristorativo) o in combinazione con un'azione di risoluzione (*write down* preparatorio). Tra le misure alternative possibili – che devono risultare inidonee a permettere il superamento della crisi affinché si debba procedere al *write down* – rientrano gli interventi alternativi del settore privato (ad esempio, la disponibilità di una banca a rilevare in continuità la banca in crisi) o un'azione di vigilanza, incluse le misure di intervento precoce (v. *supra* Cap. II, §7.2).

Sul tema dei presupposti del *write down* e, in particolare, sulla condizione appena descritta al n. (ii), si ricordi quanto rilevato *supra* al Cap. II, §7.2 nt. 181 in merito al difetto di traduzione della

cancellazione o conversione di fondi propri consente di risolvere la crisi di gruppo (*write down* “ristorativo”), sia quando – non essendo il *write down* di gruppo sufficiente a risolvere la crisi – avviene solo in preparazione della risoluzione (*write down* “preparatorio”), risoluzione che è poi attuata in immediata successione tramite l’applicazione di uno degli strumenti di risoluzione alle sole società del gruppo che si trovano individualmente in dissesto (ad esempio, realizzando un *write down* “preparatorio” di gruppo e un *bail-in* delle singole società in crisi ad esso appartenenti) ⁽¹⁷²⁾. In aggiunta, in caso di crisi di gruppo, i titolari degli strumenti e delle pretese corrispondenti ai fondi propri della banca affiliata possono vedere le loro pretese convertite in azioni della capogruppo (oltre, ovviamente, che della stessa società affiliata).

La decisione in merito all’esercizio del potere di *write down*, nel caso coinvolga società stabilite in Stati membri diversi, deve essere assunta congiuntamente dall’autorità competente su base consolidata e dalle autorità competenti per le singole società del gruppo ⁽¹⁷³⁾. La previsione di una competenza congiunta non pare del tutto

versione italiana della direttiva BRR, che in maniera ingannevole riferisce l’inciso «*singolarmente o in combinazione con un’azione di risoluzione*» agli interventi alternativi del settore privato e alle azioni di vigilanza, invece che – come risulta dal testo inglese – al *write down* («*svalutazione o [...] conversione degli strumenti di capitale*»).

⁽¹⁷²⁾ L’applicazione del *write down* su tutte le pretese computabili nei fondi propri delle società appartenenti al gruppo in crisi (ove tali fondi siano, al contempo, computabili a livello individuale e consolidato) ha la conseguenza di ripartire il costo necessario per risolvere la crisi di gruppo su un numero più ampio di soggetti (più precisamente, anche su coloro che vantano pretese computabili nei fondi propri consolidati nei confronti di società del gruppo non in crisi, che quindi – in mancanza della previsione del *write down* di gruppo – non vedrebbero la propria pretesa in alcun modo alterata). Per effetto dell’imposizione delle perdite anche su questi soggetti, l’applicazione di uno strumento di risoluzione (ad esempio, del *bail-in*) esclusivamente nei confronti delle società del gruppo che soddisfano i presupposti per la risoluzione su base individuale avviene in un contesto in cui una parte maggiore dei costi per il superamento della crisi del gruppo sono stati già coperti tramite il *write down* e, pertanto, i titolari di passività ammissibili subiscono minori perdite. Sul tema, si veda anche S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, cit., p. 133.

⁽¹⁷³⁾ Ai sensi dell’art. 61, par. 4, sono autorità competenti all’esercizio del potere di *write down* le autorità di risoluzione o di vigilanza (a seconda della scelta fatta dai singoli legislatori nazionali in sede di recepimento della BRRD, v. art. 61, par. 2) dello Stato membro in cui sono stabilite le società nei cui confronti è esercitato tale potere. In Italia, è competente la Banca d’Italia ai sensi dell’art. 29, comma 1, del Decreto BRR, in funzione di autorità di risoluzione (art. 3, comma 1, Decreto BRR).

Per le banche sottoposte al Meccanismo di Risoluzione Unico (art. 7, par. 2 e par. 4 del Regolamento SRM), la decisione in merito all’esercizio del potere di *write down* spetta al *Single Resolution Board* (art. 21, par. 1, Regolamento SRM).

coerente con la disciplina sostanziale dello strumento che, come detto, assume un approccio non atomistico alla crisi del gruppo ⁽¹⁷⁴⁾.

L'approccio unitario al gruppo che caratterizza la disciplina del *write down* appare coerente con il fatto che i requisiti del patrimonio di vigilanza sono applicati anche su base consolidata ⁽¹⁷⁵⁾. Il meccanismo con cui si calcolano i fondi propri su base consolidata dovrebbe, peraltro, assicurare l'unità del gruppo anche dopo l'applicazione del *write down*, evitando la fuoriuscita delle società partecipate coinvolte dal perimetro del gruppo ⁽¹⁷⁶⁾. Tuttavia, l'assetto descritto si espone a qualche perplessità sia da punto di vista dei principi tradizionali del nostro ordinamento, sia dal punto di vista dell'efficienza economica del sistema. In particolare, esso evidenzia il superamento della tradizionale distinzione tra masse patrimoniali ⁽¹⁷⁷⁾. Tale superamento è limitato al caso del gruppo bancario e risulta soltanto parziale poiché non riguarda le componenti attive del patrimonio e coinvolge solo alcune delle componenti passive identificate per caratteristiche molto specifiche (ossia, gli elementi computabili nei fondi propri del gruppo su base consolidata). Resta tuttavia il fatto che i costi del superamento della crisi di un gruppo bancario possono, così, essere posti a carico (anche) di alcuni tra coloro che hanno investito in una società del gruppo che, di per sé, non si trova in crisi ⁽¹⁷⁸⁾. Al fine di valutare e remunerare adeguatamente tale rischio, questi soggetti dovrebbero informarsi (prima di investire)

⁽¹⁷⁴⁾ In questo senso, si veda anche S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, cit., p. 162.

⁽¹⁷⁵⁾ Cfr. S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, cit., p. 133, p. 134.

⁽¹⁷⁶⁾ L'esclusione dal computo degli elementi computabili nei fondi propri consolidati della partecipazione al capitale della società affiliata che risulti di pertinenza del gruppo avviene sia nel caso di applicazione del metodo del consolidamento integrale, sia *a fortiori* nel caso di applicazione del metodo di consolidamento proporzionale e del metodo del patrimonio netto (cfr. *supra* nt. 168). Pertanto, non essendo computabili nei fondi propri consolidati, le partecipazioni di pertinenza del gruppo non sarebbero sottoposte a cancellazione in caso di *write down* di gruppo. Per l'effetto, la capogruppo manterrebbe il controllo (diretto o indiretto) nelle società coinvolte dal *write down* anche dopo l'esercizio di tale potere.

⁽¹⁷⁷⁾ Peraltro, se si considera che, in caso di *write down* di gruppo, può essere la società partecipata a contribuire alla crisi del gruppo facendosi carico di parte delle perdite della società capogruppo, il superamento della limitazione della responsabilità patrimoniale appare ancora più eterodosso rispetto ai tradizionali principi del nostro ordinamento che vedono, in talune ipotesi, la capogruppo rispondere dei debiti delle partecipate.

⁽¹⁷⁸⁾ In sostanza, potrebbe ben accadere che il titolare di un'obbligazione subordinata computabile nel CET2 emessa da una banca appartenente ad un gruppo veda la sua pretesa cancellata o convertita in azioni, eventualmente anche della capogruppo, quando il gruppo violi o sia prossimo a violare i requisiti prudenziali consolidati, anche qualora la banca di cui è creditore non si trova in stato di dissesto o di rischio di dissesto.

in merito alle condizioni patrimoniali e finanziarie di tutto il gruppo e (dopo aver investito) monitorare tali condizioni su base continuativa, con evidente aggravio del costo dell'investimento ⁽¹⁷⁹⁾.

Inoltre, l'imposizione di parte delle perdite ai titolari di pretese verso le società appartenenti al gruppo in crisi, ove tali pretese siano computabili nei fondi propri su base consolidata, è opinabile anche in una prospettiva di equità. Si pensi, in particolare, agli azionisti di minoranza delle società controllate del gruppo e di coloro che hanno finanziato tali società sottoscrivendo o acquistando prestiti subordinati computabili nel CET2 ⁽¹⁸⁰⁾. Il sacrificio di tali soggetti è solo in parte temperato dal necessario rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio, che impone di assicurare loro un trattamento almeno pari a quello che avrebbero ricevuto in caso di liquidazione della banca in cui avevano investito. In primo luogo, in quanto in caso di write down non è prevista una valutazione "successiva" volta ad assicurare il rispetto di tale principio (v. *supra* §8.3). In secondo luogo poiché, anche qualora si ritenesse comunque necessaria una valutazione "successiva" (eventualmente alla luce di un'interpretazione costituzionalmente orientata della legge, volta a superare l'irragionevolezza della mancata previsione di una valutazione "successiva" al *write down*), tale valutazione dovrebbe essere formulata a valori di liquidazione con riferimento ad una banca che, contrariamente a quanto di regola accade, non sarebbe stata liquidata in mancanza dell'intervento dell'autorità. Tale *deficit* di tutela non pare essere colmato del tutto dalla previsione secondo cui i titolari di pretese verso le società partecipate (azionisti e obbligazionisti subordinati computabili nel patrimonio di vigilanza) coinvolti dal *write down* di gruppo devono ricevere un trattamento migliore, o quantomeno pari, a quello riservato agli investitori titolari di una

⁽¹⁷⁹⁾ In ordine ai benefici derivanti dalla segregazione patrimoniale (*asset partitioning*), in termini di riduzione del costo del credito si rinvia a H. HANSMANN, R. KRAAKMANN, *The Essential Role of Organizational Law*, in *The Yale Law Journal*, vol. 110, pp. 387 ss. (pubblicato in italiano con il titolo *Il ruolo essenziale dell'organizational law*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 21 ss.). Sul tema, si veda anche G. STRAMPELLI, *Distribuzione ai soci e tutela dei creditori*, Torino, 2009, pp. 2 ss.

⁽¹⁸⁰⁾ Si noti che sono computabili tra i fondi propri consolidati anche le partecipazioni e gli altri strumenti di capitale appartenenti a soggetti estranei al gruppo quando emessi da società del gruppo per cui si applica il metodo del consolidamento integrale (v. *supra* nt. 168). In questo senso, si veda il considerando n. 38 del Reg. n. 575/2013 («*Le partecipazioni di minoranza che derivano da società di partecipazione finanziaria intermedie soggette ai requisiti del presente regolamento su base subconsolidata possono essere ammissibili, con le dovute limitazioni, anche come capitale primario di classe 1 del gruppo su base consolidata*») e, per maggiori dettagli, gli art. 81 ss. del medesimo Regolamento.

corrispondente pretesa nei confronti della banca controllante (art. 59, par. 7, BRRD)⁽¹⁸¹⁾.

5.6. Tutela degli azionisti e creditori. Gli stringenti limiti al potere di “write up”

Gli effetti della riduzione e conversione in azioni delle pretese verso la banca risultanti dall'esercizio del potere di un *write down* o dall'attuazione di un *bail-in* sono definitivi. Ciò è reso necessario alla luce dell'esigenza di stabilità dell'intervento, fondamentale affinché il mercato possa confidare nell'avvenuto superamento della crisi da parte della banca e, dunque, la stessa possa proseguire la propria attività senza discontinuità⁽¹⁸²⁾.

Pertanto, anche qualora il sacrificio degli azionisti e/o dei creditori risulti, dopo l'intervento, eccessivo per effetto di circostanze sopravvenute o già esistenti di cui, però, non si era tenuto conto nella valutazione “precedente”, gli azionisti e i creditori pregiudicati possono ottenere soltanto una tutela di tipo risarcitorio (v. *infra*). Essi non possono, invece, pretendere il ripristino, rispettivamente, della partecipazione sociale o della propria pretesa creditoria nella misura che sarebbe risultata corretta se

⁽¹⁸¹⁾ Volendo esemplificare, i titolari di obbligazioni computabili nel CET2 di una banca appartenente ad un gruppo in crisi potrebbero, comunque, ricevere un danno dalla conversione della loro pretesa in azioni della capogruppo ogniqualvolta la società del gruppo verso cui vantavano la loro pretesa non soddisfaceva, individualmente, i presupposti per la risoluzione e, in mancanza di intervento dell'autorità, non sarebbe stata sottoposta a liquidazione, ma avrebbe proseguito la sua attività rimborsando gli obbligazionisti subordinati nei termini originari. È irrilevante, al riguardo, il fatto che i titolari di obbligazioni computabili nel CET2 emessi dalla capogruppo abbiano ricevuto un trattamento deteriore (in ipotesi, abbiano visto la loro pretesa integralmente cancellata).

Tale criterio gerarchico sembra volto a garantire, anche nell'ambito del *write down*, il riconoscimento della subordinazione strutturale delle passività di coloro che vantano pretese sulla controllante rispetto a coloro che vantano pretese sulla controllata: i primi, infatti, trovano soddisfazione sul patrimonio della società controllata nei limiti in cui vi sia un residuo a seguito della soddisfazione di tutti i creditori di quest'ultima società.

⁽¹⁸²⁾ Proprio a tale fine è previsto che l'intervento debba possibilmente avvenire nell'arco di un fine settimana (il c.d. *resolution weekend*), quando i mercati finanziari sono chiusi. In tal modo, la banca dovrebbe chiudere il venerdì e, dopo l'intervento, riaprire il lunedì con un patrimonio adeguato a dare fiducia agli operatori circa la sua stabilità. Al riguardo, tuttavia, oltre alle problematiche di carattere pratico connesse con l'esigenza di contenere un intervento così complesso nell'arco di un lasso di tempo così breve (malgrado l'attenzione riposta dalla nuova disciplina verso la programmazione della risoluzione, v. *supra* Cap. II, §5.1), le prime esperienze sembrano evidenziare difficoltà legate all'impatto reputazionale dell'intervento, quali ad esempio il rischio che si rendano necessari consistenti interventi pubblici a sostegno della liquidità della banca per effetto di una (irrazionale) “corsa agli sportelli” della banca ormai risanata. Sul tema, cfr. E. AVGOULEAS, C. GOODHART, *Critical Reflections on Bank Bail-ins*, cit., p. 9, i quali avevano segnalato il problema.

il *write down* o il *bail-in* fosse stata disposto sulla base di una stima più corrispondente alla realtà rispetto a quella contenuta nella valutazione “precedente”.

La tutela risarcitoria che spetta agli azionisti e ai creditori è assicurata dal diritto a ricevere un’indennità dal Fondo di risoluzione se e nella misura in cui vi sia un pregiudizio evidenziato dalla valutazione “successiva” (v. *supra* Cap. II, §8.4). Considerato che il *bail-in* consente, di regola, di preservare tendenzialmente meglio il valore rispetto alle procedure concorsuali che prevedono la liquidazione del patrimonio del debitore (v. *supra* Cap. I, §2.3), ciò significa che gli azionisti e/o i creditori pregiudicati da una sottovalutazione del patrimonio della banca in occasione della valutazione “precedente” hanno diritto ad un’indennità solo quando la sottovalutazione sia particolarmente significativa (ovverosia, tale da attribuire loro meno del valore di quanto avrebbero conseguito in caso di liquidazione) e, in tal caso, l’indennità cui hanno diritto non compensa interamente il pregiudizio derivante da detta sottovalutazione. Essa si limita ad integrare il trattamento al fine di renderlo compatibile con il principio dell’assenza di pregiudizio, ma non tiene conto dell’eventuale *surplus* di risoluzione.

In definitiva, la determinazione del trattamento spettante agli azionisti e ai creditori è sostanzialmente rimesso alle stime effettuate dall’esperto indipendente in occasione della valutazione “precedente”. La garanzia del migliore rispetto possibile, compatibilmente con i tempi della risoluzione, dell’aspettativa degli azionisti e dei creditori di concorrere alla ripartizione del *surplus* di risoluzione è data dai requisiti di indipendenza che deve possedere l’esperto incaricato della valutazione e dell’ingente responsabilità risarcitoria cui esso potenzialmente si espone – sebbene soltanto a titolo di dolo o colpa grave ⁽¹⁸³⁾ – qualora la valutazione “precedente” risulti errata.

Proprio per questo motivo, il legislatore ha previsto una limitata possibilità di incidere sugli effetti dell’attuazione di un *bail-in* (e non, invece, di un *write down* ristorativo, v. *infra*) nell’ipotesi in cui la valutazione su cui è basato l’intervento sia stata svolta, per ragioni di urgenza, dalla stessa autorità di risoluzione in via provvisoria (c.d. valutazione provvisoria, v. *supra* Cap. II, §8.1). Infatti, qualora la

⁽¹⁸³⁾ L’art. 23, comma 3, Decreto BRR prevede che «per i danni cagionati dalla valutazione, l’esperto, i componenti dei suoi organi nonché i suoi dipendenti rispondono in caso di dolo o colpa grave». Tale limitazione è stata prevista dal legislatore italiano e non è stata imposta dal recepimento della disciplina europea: l’obiettivo è evitare che i soggetti più qualificati risultino scoraggiati dall’assumere l’incarico di esperto indipendente, alla luce delle significative responsabilità cui il compimento della valutazione potrebbe esporli.

valutazione “precedente” definitiva – da predisporre, dopo la risoluzione, non appena possibile ad opera di un esperto in possesso dei necessari requisiti di indipendenza – evidenzi un valore patrimoniale netto della banca superiore a quello risultante dalla valutazione provvisoria, il valore dei crediti, delle azioni e delle partecipazioni sottoposte a riduzione o conversione nell’ambito del *bail-in* è ripristinato nella misura necessaria a riflettere lo scostamento tra valutazione provvisoria e valutazione definitiva (c.d. *write up* dei diritti dei soci e dei creditori) ⁽¹⁸⁴⁾.

La previsione di una tutela “in forma specifica” degli azionisti e dei creditori rappresenta un’assoluta eccezione nell’ambito della risoluzione, ove la tutela degli azionisti e dei creditori è pressoché integralmente rimessa a forme di tutela “per equivalente”. Ciò, si giustifica con la minore credibilità della valutazione compiuta da un soggetto non in posizione di perfetta indipendenza e con il ristretto lasso di tempo all’interno del quale tale rimedio è possibile ⁽¹⁸⁵⁾. In tal modo, sembra essersi realizzato un convincente bilanciamento tra, da un lato, l’esigenza di rapidità e stabilità dell’intervento dell’autorità di risoluzione e, dall’altro, la tutela dell’aspettativa dei soci e dei creditori di poter beneficiare del *surplus* di risoluzione, senza con ciò creare ingenti oneri per il Fondo di risoluzione (che sarebbero stati incompatibili con la ridotta dotazione che è per esso stata prevista, v. *supra* Cap. II, §4) ⁽¹⁸⁶⁾.

Qualche dubbio, anche sul piano della compatibilità costituzionale, suscita la limitazione del campo di applicazione del potere di *write-up* al solo *bail-in*, con esclusione del *write down*, probabilmente giustificata agli occhi del legislatore alla luce

⁽¹⁸⁴⁾ Cfr. art. 51, comma 2, Decreto BRR, che recepisce l’art. 36, par. 11, lett. a), BRRD. Al riguardo, malgrado la lettera della disciplina nazionale recepimento, sembra che l’autorità di risoluzione, in presenza dei presupposti per un *write up*, non abbia una facoltà, ma bensì un obbligo, di ripristinare le pretese nella misura necessaria a riflettere le risultanze della valutazione definitiva. La previsione di una discrezionalità in merito da parte dell’autorità di risoluzione non sembra frutto di una scelta politica consapevole del legislatore italiano, ma il risultato di un inesatto recepimento del testo della direttiva che, nel disciplinare le conseguenze dell’accertamento di un patrimonio netto superiore nell’ambito della valutazione definitiva, prevede oltre al *write up* una serie di alternative in relazione alle modalità con cui l’autorità ha strutturato l’intervento.

⁽¹⁸⁵⁾ La ripatrimonializzazione della banca in crisi, conseguente all’esercizio del potere di *write down* o all’applicazione dello strumento del *bail-in*, deve essere percepita dal mercato come non reversibile per poter rassicurare i terzi circa la solidità della banca e, dunque, permettere ad essa di proseguire senza interruzioni le sue funzioni essenziali per la stabilità del sistema finanziario. Sul tema, si veda S. GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, cit., p. 16.

⁽¹⁸⁶⁾ Il bilanciamento tra esigenze di celerità e stabilità nella definizione delle crisi bancarie e tutela dei diritti dei soggetti coinvolti rappresenta un punto nodale, cfr. D.A. SKEEL JR., *Single Point of Entry and the Bankruptcy Alternative*, cit., p. 316.

della minore “invasività” del potere di *write down* ⁽¹⁸⁷⁾. L’incidenza di un *write down* e di un *bail-in* sui diritti dei soci e dei titolari di pretese computabili nei fondi propri è del tutto coincidente e, pertanto, appare irragionevole la previsione di livelli di tutela differenti.

6. La stretta via della condivisione degli oneri per il ricorso al finanziamento pubblico della risoluzione

Il quadro normativo che disciplina gli interventi pubblici di sostegno alle banche sottoposte a risoluzione è estremamente complesso, anche per effetto della stratificazione creatasi in conseguenza della sovrapposizione tra la disciplina in materia di aiuti di stato e la disciplina prevista dalla direttiva BRR e dal regolamento SRM ⁽¹⁸⁸⁾. È dunque con entrambi tali sistemi normativi che l’autorità di risoluzione deve confrontarsi laddove ritenga di inserire forme di sostegno pubblico nell’ambito di un programma di risoluzione ⁽¹⁸⁹⁾.

In merito alla disciplina degli aiuti di stato alle banche, occorre subito premettere che l’ambito di applicazione è molto ampio. In primo luogo, esso si estende ben oltre la risoluzione, potendo ricomprendere anche interventi effettuati al di fuori della stessa (si pensi, ad esempio, alla concessione di liquidità di emergenza

⁽¹⁸⁷⁾ Come si è visto *supra* al §2, il potere di *write up* coinvolge soltanto i titolari di pretese computabili nei fondi propri della banca (v. *supra* §3.1) che, dunque, hanno contrattualmente accettato di assorbire eventuali perdite.

⁽¹⁸⁸⁾ Il Regolamento SRM e la Direttiva BRR prevedono espressamente che «quando il ricorso a strumenti di risoluzione implica la concessione di aiuti di Stato, è opportuno valutare gli interventi in conformità delle pertinenti disposizioni in materia di aiuti di Stato» (Considerando n. 47 e n. 55 della BRRD; cfr. anche considerando n. 55 BRRD). Ciò, tuttavia, senza darsi in alcun modo carico di coordinare le relative discipline. Sul tema, si veda anche A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del Meccanismo di Risoluzione Unico*, cit., pp. 587 ss.

⁽¹⁸⁹⁾ Un’ipotesi particolare, relativa al *bail-in*, in cui la disciplina della risoluzione si sovrappone agli oneri imposti dalla Commissione europea in materia di aiuti di stato è rappresentata dalla sostanziale coincidenza di contenuto, e dunque necessità di coordinamento tra il programma di riorganizzazione che la banca risolta mediante *bail-in* è tenuta a predisporre (v. *infra* §7.1) e il piano di ristrutturazione previsto dalla Comunicazione della Commissione europea sul settore bancario pubblicata in data 30 luglio 2013, 2013/C 216/01 (paragrafi 23, 50 e 53), reperibile all’indirizzo [http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52013XC0730\(01\)&from=EN#ntr20-C_2013216IT.01000101-E0020](http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52013XC0730(01)&from=EN#ntr20-C_2013216IT.01000101-E0020)

che, solo a certe condizioni, si sottrae alla disciplina degli aiuti di stato¹⁹⁰). In secondo luogo, essa si applica anche ad interventi di sostegno che non hanno apparente natura pubblica, qualora tali interventi siano forniti utilizzando fondi di provenienza privata ove essi abbiano natura di contribuzione obbligatoria (assimilabile, pertanto, ad un tributo), siano sotto il controllo pubblico in relazione al loro utilizzo e possano portare un vantaggio a coloro che beneficiano dell'erogazione (191).

Le condizioni e i limiti previsti in merito alla compatibilità con il mercato interno degli interventi configurabili come aiuto di stato da parte della Commissione europea – che è l'organo competente per l'autorizzazione di tali aiuti ai sensi dell'art. 108 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea – sono stati oggetto, negli ultimi anni, prima di un allentamento, al fine di far fronte all'emergenza posta dalla crisi finanziaria globale manifestatasi a partire dal 2007 (192), e poi di un deciso irrigidimento. Ciò, coerentemente con il disegno del legislatore europeo – poi perseguito con l'adozione della direttiva BRR e del regolamento SRM – di creare un quadro normativo tale da consentire la gestione delle crisi bancarie senza pericoli per la stabilità finanziaria e, al contempo, senza costi (o con costi ridotti) a carico delle

(190) La Comunicazione della Commissione europea sul settore bancario del 2013 richiede che affinché la concessione di ELA non sia considerata un aiuto di stato debbano ricorrere tutte le seguenti condizioni: «a) l'ente creditizio è temporaneamente privo di liquidità, ma è solvibile al momento della fornitura della liquidità, situazione che si verifica in circostanze eccezionali e non fa parte di un pacchetto di aiuti più ampio; b) il dispositivo è interamente coperto da una garanzia, alla quale vengono applicati adeguati scarti di garanzia («haircut»), in funzione della sua qualità e del suo valore di mercato; c) la banca centrale addebita al beneficiario un tasso di interesse di penalizzazione; d) la misura è adottata su iniziativa della banca centrale e non è coperta, in particolare, da alcuna controgaranzia dello Stato» (paragrafo 62).

(191) In merito, si veda la sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea *Italy v Commission*, case 173/73, [1974] ECR 709, par. 16. L'art. 19, par. 1 e par. 3, Reg. SRM prevede espressamente che quando il programma di risoluzione (v. *supra* Cap. II, §5.4) prevede il ricorso al Fondo di risoluzione, si rende necessaria la previa autorizzazione da parte della Commissione alla concessione dell'aiuto pubblico. Cfr. anche S. MICOSI, G. BRUZZONE, M. CASSELLA, *Bail-in Provisions in State Aid and Resolution Procedures: Are they consistent with systemic stability?*, cit., p. 7; A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del Meccanismo di Risoluzione Unico*, cit., pp. 587 ss.

(192) Più precisamente, nel corso della recente crisi finanziaria, l'autorizzazione degli aiuti di stato alle banche è stata valutata da parte della Commissione europea sulla base dell'art. 107, par. 3, lett. b), del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, il quale prevede che «possono considerarsi compatibili con il mercato interno: [...] b) gli aiuti destinati a promuovere la realizzazione di un importante progetto di comune interesse europeo oppure a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro» (sottolineatura aggiunta).

finanze pubbliche ⁽¹⁹³⁾, grazie alla possibilità di porre le perdite a carico degli azionisti e di alcune categorie di creditori della banca in dissesto (non diversamente da quanto, da sempre, avviene nelle procedure concorsuali relative a società non bancarie, v. *supra* Cap. II, §2).

Tale irrigidimento dei requisiti in tema di compatibilità degli aiuti di stato è stato formalizzato dalla Commissione con la Comunicazione sul settore bancario del 30 luglio 2013 ⁽¹⁹⁴⁾. Tale Comunicazione – che precede l’approvazione della Direttiva BRR e del Regolamento SRM e, pertanto, appare sotto molti profili con questi non coordinata – ha previsto come principale elemento per la compatibilità degli aiuti di stato alle banche il rispetto del requisito del c.d. *burden sharing*, di cui si è fatta menzione in più occasioni. Tale requisito richiede che qualsiasi intervento che si configuri come aiuto di stato, per poter essere legittimo, debba essere preceduto dalla riduzione o conversione integrale dei fondi propri della banca beneficiaria (v. *supra* §3.1) e dell’eventuale debito subordinato non computato nel patrimonio di vigilanza ⁽¹⁹⁵⁾.

Gli orientamenti contenuti nella Comunicazione non sono vincolanti per gli Stati membri, in considerazione del fatto che la Commissione europea difetta di

⁽¹⁹³⁾ È lo stesso legislatore europeo ad ammettere che il nuovo sistema per la gestione delle crisi bancarie non consentirà di escludere del tutto la necessità di un contributo pubblico in occasione delle crisi bancarie, realizzando il più modesto obiettivo di «*ridurre al minimo i costi per i contribuenti*» (cfr. Considerando n. 5 BRRD).

⁽¹⁹⁴⁾ Si tratta della Comunicazione citata *supra* alla nt. 190.

⁽¹⁹⁵⁾ Il paragrafo 19 della Comunicazione richiede che «*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*». I paragrafi 43 e 44 della Comunicazione prevedono che, al fine di concedere un aiuto di stato in favore di banche, che il relativo «*capitale proprio, capitale ibrido e debito subordinato siano stati impiegati appieno per compensare eventuali perdite*». A tal fine, il capitale proprio deve essere ridotto e «*il debito subordinato deve essere convertito o ridotto, in linea di principio prima della concessione degli aiuti di Stato*». Più precisamente, la Comunicazione distingue in relazione a se il patrimonio di vigilanza della banca continui ad essere superiore, o sia divenuto inferiore, al patrimonio minimo di vigilanza stabilito dalla disciplina europea: nel primo caso, gli azionisti contribuiranno al salvataggio per effetto della diluizione derivante dalla conversione del capitale ibrido e del debito subordinato in capitale proprio; nel secondo caso, il contributo degli azionisti dipenderà altresì dalla cancellazione, totale o parziale, delle loro pretese. Cfr. S. MICOSSI, G. BRUZZONE, M. CASSELLA, *Bail-in Provisions in State Aid and Resolution Procedures: Are they consistent with systemic stability?*, in *CEPS Policy Brief*, p. 5, disponibile all’indirizzo www.ceps.eu/book/bail-provisions-state-aid-and-resolution-procedures-are-they-consistent-systemic-stability; P. PRZEWOSKA, *Should “precautionary recapitalisations” make taxpayers nervous?*, in *FinanceWatchPolicyBrief*, ottobre 2014, p. 6.

potestà normativa in materia ⁽¹⁹⁶⁾. Tuttavia, tali orientamenti vincolano la Commissione nelle decisioni in merito alla compatibilità dei singoli interventi pubblici a sostegno delle banche, potendosene discostare soltanto in presenza di una «*in circostanze eccezionali*» ⁽¹⁹⁷⁾. Tuttavia, l'esigenza di certezza connessa con l'attuazione di un intervento di sostegno di entità rilevante e di importanza strategica significativa come, di regola, è un intervento di sostegno di una crisi bancarie dovrebbe, nella prassi, comunque scoraggiare gli Stati membri dal porre in essere interventi non conformi agli orientamenti contenuti nella Comunicazione (che, dunque, fungerebbero in sostanza da *safe harbors*).

L'introduzione di un quadro normativo europeo per la gestione delle crisi bancarie con l'adozione nel 2014 della direttiva BRR e del regolamento SRM non ha derogato, come anticipato, alla disciplina in materia di aiuti di stato, ma ha aggiunto un livello ulteriore di requisiti. Tale quadro normativo prevede, in particolare, la creazione di meccanismi nazionali di finanziamento della risoluzione (fondi di risoluzione) finanziati tramite i contributi delle banche che, per gli Stati membri che partecipano all'Accordo intergovernativo (tra cui l'Italia), sono stati accentrati tramite la creazione di un Fondo di risoluzione unico, al momento ancora parzialmente diviso in comparti ma destinato a porre le risorse in piena condivisione tra gli stati aderenti a partire dal 2024 (v. *supra* Cap II, §4). L'intervento del Fondo di risoluzione (o degli altri meccanismi di finanziamento della risoluzione) può essere previsto all'interno del programma di risoluzione (che in caso di utilizzo del Fondo di risoluzione unico deve

⁽¹⁹⁶⁾ L'adozione di norme generali e astratte aventi efficacia vincolante sugli Stati membri in relazione all'applicazione degli articoli 107 e 108 TFUE in materia di aiuti di stato è competenza esclusiva del Consiglio, su proposta della Commissione e previa consultazione del Parlamento europeo (art. 109 TFUE).

⁽¹⁹⁷⁾ In questo senso, si è espressa la Corte di Giustizia dell'Unione europea nella sentenza pronunciata il 19 luglio 2016 nella causa *Kotnik e altri*, C-526/14, cit., (v. paragrafi 35 ss. e, in specie, paragrafo 43). Nello stesso senso le conclusioni dell'avvocato generale Wahl nella medesima causa (paragrafo 39) e S. MICOSSI, G. BRUZZONE, M. CASSELLA, *Fine-tuning the use of bail-in to promote a stronger EU financial system*, in *CEPS Special Report*, n. 136, aprile 2016, p. 13, reperibile all'indirizzo www.ceps.eu.

La stessa Comunicazione ammette espressamente che la Commissione europea possa derogare agli orientamenti in essa contenuti in tema di condivisione degli oneri, prevedendo che tale requisito sia richiesto «*di norma*» (punti 41 e 43) e «*in linea di principio*» (punto 43) e che esso non possa essere richiesto ai fini dell'autorizzazione di un aiuto pubblico quando il *burden sharing* potrebbe violare i diritti fondamentali (punto 19), mettere in pericolo la stabilità finanziaria o condurre a risultati sproporzionati (punto 45).

sempre essere approvato dal *Single Resolution Board*⁽¹⁹⁸⁾) secondo due diverse modalità, soggette a presupposti molto differenti:

- (i) gli interventi a sostegno della liquidità, e
- (ii) gli interventi a copertura di perdite.

La prima tipologia di interventi, realizzati al fine di garantire alla banca sottoposta a risoluzione la liquidità necessaria per proseguire la sua attività, non possono comportare l'assorbimento diretto di perdite da parte del Fondo o la ricapitalizzazione della banca sottoposta a risoluzione⁽¹⁹⁹⁾. Tali interventi risultano spesso necessari poiché gli strumenti di risoluzione, incluso il *bail-in*, hanno l'effetto di ripatrimonializzare la banca, così ponendo le condizioni affinché possa essere superato anche l'eventuale squilibrio finanziario. Tuttavia, tali strumenti non assicurano di per sé un apporto di risorse finanziarie alla banca ripatrimonializzata che, qualora non possa approvvigionarsi in tempi brevi di risorse sul mercato (ad esempio, a causa del carattere sistemico della crisi), deve poter ottenere un sostegno pubblico. Il programma di risoluzione prevedrà, spesso, la concessione da parte del Fondo di risoluzione di finanziamenti e garanzie alla banca sottoposta a risoluzione, all'ente-ponte o alla società veicolo per la gestione delle attività (*bad bank*), l'acquisto di *asset* dalla banca sottoposta a risoluzione e la sottoscrizione del capitale dell'ente-ponte o della *bad bank*⁽²⁰⁰⁾.

Tutti questi interventi devono consentire al Fondo di rientrare dell'esborso effettuato. Quando il ricorso al Fondo di risoluzione, con una di queste modalità, si traduca indirettamente in un trasferimento di perdite dalla banca sottoposta a risoluzione al Fondo, l'intervento deve rispettare i più stringenti requisiti previsti per gli interventi a copertura delle perdite⁽²⁰¹⁾, di cui si dirà tra poco. Quando invece non ci è assorbimento di perdite da parte del Fondo, l'intervento previsto dal programma di risoluzione non è soggetto a particolari requisiti aggiuntivi rispetto alla disciplina generale in materia di aiuti di stato alle banche.

Al fine di garantire certezza in merito al mancato assorbimento di perdite da parte del Fondo di risoluzione, avrebbe potuto prevedersi l'attribuzione del beneficio

⁽¹⁹⁸⁾ Al riguardo, si ricordi quanto rilevato *supra* al Capitolo II, §4, nt. 59.

⁽¹⁹⁹⁾ Cfr. art. 79, comma 2, Decreto BRR.

⁽²⁰⁰⁾ Art. 79, comma 1, lettere da *a*) a *d*), Decreto BRR

⁽²⁰¹⁾ Si veda l'art. 79, comma 2, secondo periodo, Decreto BRR, che prevede che «*Se il ricorso al fondo di risoluzione determina indirettamente il trasferimento al fondo di parte delle perdite [di una banca sottoposta a risoluzione], si applicano i principi che disciplinano l'utilizzo del fondo stabiliti dall'articolo 49*».

della prededucibilità per il rimborso del credito del Fondo di risoluzione (derivante dal un finanziamento o dall'escussione della garanzia concessa). Tuttavia, la concessione da parte dell'autorità del beneficio della prededucibilità avrebbe dovuto tenere attentamente conto, sulla base di una valutazione caso per caso, delle ripercussioni sulla successiva operatività della banca e, in particolare, sulle condizioni con cui essa avrebbe potuto accedere successivamente a finanziamenti privati. L'essenza del *business* bancario è la solvibilità e lo spettro dell'esistenza di una passività prededucibile, riflettendosi sulle prospettive di recupero degli altri creditori in caso di crisi, potrebbe avere l'effetto di non consentire alla banca risolta di riacquistare la fiducia del mercato.

La seconda tipologia di interventi da parte del Fondo di risoluzione (o di altri meccanismi di risoluzione nazionali) si caratterizza per l'assorbimento di perdite da parte del Fondo. Tali perdite possono essere assunte *direttamente* dal Fondo tramite la copertura di perdite o la ricapitalizzazione della banca sottoposta a risoluzione in un solo caso: quando il Fondo interviene al fine di compensare, in tutto o in parte, l'esenzione dall'applicazione del *bail-in* disposta dall'autorità di risoluzione nell'esercizio del potere di esclusione *ad hoc* (v. *supra* §3.4). In tale ipotesi, il Fondo può sottoscrivere azioni emesse dalla banca oppure effettuare apporti in favore della stessa in sostituzione della conversione o della riduzione non avvenuta con riferimento alle passività escluse. In tutti gli altri casi il Fondo di risoluzione può intervenire coprendo le perdite della banca sottoposta a risoluzione soltanto *indirettamente* ricorrendo ad una delle forme di intervento previste dall'art. 79, comma 1, lettere da *a*) a *d*), Decreto BRR (v. *supra*).

Sia nel caso in cui la copertura delle perdite da parte del Fondo sia diretta, sia nel caso in cui essa avvenga indirettamente, l'intervento del Fondo di risoluzione è soggetto a requisiti più stringenti di quelli comunemente posti in tema di condivisione degli oneri da parte della disciplina sugli aiuti di stato. In particolare, affinché il programma di risoluzione possa prevedere un intervento di questo tipo è necessario che l'azione di risoluzione sia strutturata in modo tale da assicurare che le riserve, i fondi propri e le passività ammissibili siano utilizzate a copertura delle perdite in misura almeno pari all'otto per cento delle passività totali, inclusi i fondi propri, della

banca sottoposta a risoluzione ⁽²⁰²⁾. Alternativamente, per le banche di minori dimensioni ⁽²⁰³⁾, l'intervento è consentito anche qualora le perdite poste a carico degli azionisti e dei titolari di passività ammissibili siano pari al venti per cento del valore delle attività ponderate per il rischio della banca sottoposta a risoluzione ⁽²⁰⁴⁾.

Il denominatore utilizzato per il calcolo della soglia minima di condivisione degli oneri dell'otto per cento è rappresentato dalle passività totali, inclusi i fondi propri,

⁽²⁰²⁾ Cfr. artt. 37, par. 10, lett. a), e 44, par. 5, lett. a), BRRD; art. 27, par. 7, lett. a), Regolamento SRM. La definizione della soglia dell'8% delle passività complessive, inclusi i fondi propri (v. *supra* §3.1), dipende dalla constatazione che, nella maggioranza delle crisi bancarie verificatesi in Europa a partire dal 2007, l'assorbimento di perdite in tale misura da parte degli azionisti e dei creditori avrebbe permesso il superamento della crisi senza rendere necessario un intervento pubblico. Tale soglia, sebbene calcolata diversamente, rappresenta in quasi tutti i casi una soglia maggiore a quella prevista dalla Comunicazione del 2013 (ossia, la cancellazione o conversione integrale dei fondi propri). Infatti, i fondi propri – che l'autorità di vigilanza definisce in misura variabile in relazione alla concreta esposizione al rischio della banca e della rilevanza sistemica di un suo eventuale dissesto – rappresentano, in concreto, una percentuale compresa tra circa il 2,8% e il 6% delle passività complessive dell'intermediario. Tale misura si ricava considerando che i *risk-weighted assets* equivalgono, di regola, ad un valore pari a circa il 35% delle passività complessive della banca, inclusi i fondi propri, e che i fondi propri devono essere almeno pari al 10,5% dei *risk-weighted assets* (tale percentuale è calcolata come la somma tra il requisito di capitale previsto dall'art. 92, par. 1, lett. c, Reg. n. 575/2013, e la riserva obbligatoria di conservazione del capitale prevista dall'art. 129, par. 1, della Direttiva 2013/36/UE, c.d. CRD IV). Sul tema, si veda anche la relazione accompagnatoria alla bozza di regolamentazione elaborata dall'EBA in applicazione dell'art. 45, par. 2, BRRD, *EBA Final Draft Regulatory Technical Standards on criteria for determining the minimum requirement for own funds and eligible liabilities under Directive 2014/59/EU*, pubblicata il 3 luglio 2015, in specie pp. 6 ss.

È stato da taluni sollevato il dubbio se il requisito della condivisione degli oneri in misura dell'8% delle passività totali della banca sottoposta a risoluzione sia una soglia minima, sempre sufficiente a consentire il ricorso al Fondo di risoluzione per la copertura delle perdite, oppure sia necessario elevare tale soglia quando vi siano passività ulteriori che possono essere utilizzate al fine di assorbire le perdite (cfr. A. GARDELLA, *Bail-In and the Two Dimension of Burden Sharing*, cit., p. 210). Al riguardo, una lettura sistematica della disciplina della risoluzione sembrerebbe qualificare la soglia dell'8% come un livello minimo di *burden sharing* che deve essere raggiunto affinché il Fondo di risoluzione possa intervenire a copertura delle perdite. Tale minimo può legittimamente essere oltrepassato, anche alla luce del limite al contributo del Fondo di risoluzione (v. *infra* nel testo), ma ciò non è necessario a meno che il programma di risoluzione non preveda un contributo di fonti alternative rispetto al Fondo di risoluzione (v. *infra* nel testo). In questo senso, si veda S. SCHELO, *Bank Recovery and Resolution*, cit., p. 120, secondo il quale «*once the 8% threshold has been met, financing arrangements may be included in the resolution*».

⁽²⁰³⁾ Ciò a condizione che le attività consolidate della banca sottoposta a risoluzione abbiano un valore inferiore a 900 miliardi di euro e il Fondo disponga di risorse finanziarie superiori al 3% dei depositi protetti di tutte le banche italiane e succursali italiane di banche extraeuropee, derivanti dai contributi ordinari alla dotazione del Fondo. Cfr. art. 49, comma 8, Decreto BRR, che recepisce l'art. 44, par. 8, BRRD; art. 27, par. 10, Reg. SRM.

⁽²⁰⁴⁾ In caso di squilibri patrimoniali molto rilevanti, laddove l'attivo sia molto inferiore al passivo, il raggiungimento della soglia del 20% dell'attivo ponderato per il rischio dovrebbe risultare più facile.

evidenziati come esistenti della valutazione “precedente” compiuta dall’esperto indipendente (v. *supra* Cap. II, §8.2) con riferimento alla data della sottoposizione della banca a risoluzione ⁽²⁰⁵⁾. In merito al numeratore di tale rapporto (e di quello alternativo del venti per cento delle attività ponderate per il rischio), ci si può chiedere se per «*contributo al ripianamento delle perdite e alla ricapitalizzazione dell’ente sottoposto a risoluzione fornito dalle riserve, dai suoi azionisti, dai detentori di altre*» debba intendersi un contributo “effettivo”, basato sulla reale consistenza patrimoniale della banca sottoposta a risoluzione così come valutata dall’esperto indipendente, oppure debba aversi riguardo alla situazione contabile della stessa ⁽²⁰⁶⁾. Sul punto, un indizio sembrerebbe venire dal preambolo alla direttiva BRR ove si prevede «*le perdite storiche, già assorbite dagli azionisti svalutando i fondi propri prima di tale valutazione, non dovrebbero rientrare nelle percentuali suddette*» ⁽²⁰⁷⁾. Sembrerebbero, quindi, potersi computare nel numeratore del rapporto di cui sopra gli elementi contabili non svalutati per effetto delle perdite storiche ⁽²⁰⁸⁾. Non potrebbero, invece, computarsi quelle riserve risultanti a bilancio sulle quali l’emergere di perdite ha un effetto di elisione automatica, senza che vi sia alcun bisogno di formale svalutazione da parte dei soci, ove si ritenga di aderire al principio di automatica erosione delle riserve ⁽²⁰⁹⁾.

⁽²⁰⁵⁾ Cfr. art. 49, comma 6, ultimo periodo, Decreto BRR, che prevede che «*le passività totali dell’ente sottoposto a risoluzione, inclusi i suoi fondi propri, sono determinati secondo la valutazione*» “precedente” alla risoluzione.

⁽²⁰⁶⁾ Il dubbio sembra motivato in quanto l’art. 49, comma 6, lett. a), Decreto BRR fa riferimento, per il calcolo del numeratore del rapporto dell’8% (o del 20%, ove applicabile), oltre che alle passività ammissibili, anche alle riserve, alle azioni e agli altri strumenti di capitale. Tuttavia, tali elementi – rientrando nel patrimonio netto della banca – è verosimile che siano già stati erosi prima della sottoposizione della banca a risoluzione.

⁽²⁰⁷⁾ Considerando n. 75 della BRRD.

⁽²⁰⁸⁾ L’ambiguità letterale delle previsioni normative in materia e il carattere non vincolante dei considerando della direttiva BRR non consentono, in assenza di una prassi applicativa consolidata, di arrivare a conclusioni definitive in merito a come tale requisito verrà interpretato dal *Single Resolution Board* quando si tratterà di approvare programmi di risoluzione che prevedano l’intervento a copertura di perdite da parte del Fondo unico di risoluzione (cfr. *supra* al Capitolo II, §4, nt. 59). Tuttavia, se dovesse prevalere l’interpretazione che appare più coerente con il dato testuale della direttiva, si porrebbe un pericoloso incentivo per gli amministratori di una banca in crisi a non riportare perdite a bilancio quando la risoluzione appaia, ormai, inevitabile. In tal modo, infatti, potrebbero ridurre l’effettiva incidenza del requisito del *burden sharing*, permettendo che l’intervento del Fondo di risoluzione a copertura delle perdite avvenga con un minore sacrificio, in concreto, da parte degli azionisti e degli altri titolari di pretese *bailinable*.

⁽²⁰⁹⁾ In favore dell’esistenza di tale principio, si veda G.E. COLOMBO, *Bilancio di esercizio e consolidato*, in *Trattato delle società per azioni*, dir. da G.E. Colombo e G.B. Portale, 7, Torino, 1994, pp. 483 ss. e, ivi, p. 509, nt. 76. Di diverso avviso, invece, S. FORTUNATO, *Capitale e bilanci nella s.p.a.*, in

In ogni caso, anche quando il programma di risoluzione garantisca il raggiungimento delle soglie minime previste per un intervento del Fondo a copertura, diretta o indiretta, delle perdite, il contributo del Fondo di risoluzione non può superare il cinque per cento delle passività totali, inclusi i fondi propri, della banca sottoposta a risoluzione ⁽²¹⁰⁾.

Affinché sia possibile un contributo superiore a tale soglia, il legislatore europeo ha richiesto un livello di condivisione degli oneri ancora superiore: in tal caso, è necessario che tutte le passività non garantite e non privilegiate, diverse dai depositi ammissibili (ossia, dalla quota dei depositi non protetta dai sistemi di garanzia dei depositanti), siano state svalutate o interamente convertite in azioni della banca ⁽²¹¹⁾. Nel caso in cui tale presupposto venga osservato è possibile utilizzare a copertura di perdite eventuali disponibilità residue del Fondo di risoluzione oppure reperire fondi pubblici da fonti alternative rispetto al Fondo di risoluzione (ad esempio, il ricorso ai meccanismi pubblici di stabilizzazione, cui si è accennato *supra* al Cap. II, §5.5, oppure il c.d. *ESM Direct Recapitalization Instrument* ⁽²¹²⁾).

Non si applica, invece, alcuna soglia in tema di condivisione degli oneri nell'ipotesi in cui il Fondo di risoluzione sia chiamato a versare indennità in favore degli eventuali azionisti e/o creditori rispetto ai quali la valutazione “successiva” abbia evidenziato una lesione del principio dell'assenza di pregiudizio (v. *supra* Cap. II, §8.3). Tale intervento, infatti, benché possa avere un indiretto effetto di assorbimento delle

Riv. soc., 1991, pp. 128 ss. e, ivi, p. 144 e, in giurisprudenza, App. Milano, 6 febbraio 1996, in *Giur. it.*, 1996, 832 ss.

⁽²¹⁰⁾ Cfr. art. 49, comma 6, lett. b), Decreto BRR. Le passività totali della banca devono essere determinate dalla valutazione “precedente” (cfr. *supra* nt. 205).

⁽²¹¹⁾ Cfr. art. 49, commi 9 e 10, Decreto BRR, che recepisce l'art. 44, par. 7, BRRD. Si veda anche, negli stessi termini, l'art. 27, par. 9, Reg. SRM.

⁽²¹²⁾ L'*ESM Direct Recapitalization Instrument* è la linea di ricapitalizzazione diretta delle banche prevista nell'ambito dell'*European Stability Mechanism* (ESM), a seguito dell'attuazione e definitiva approvazione nel dicembre 2014 dell'accordo preliminare precedentemente raggiunto nel giugno del 2014 tra gli Stati membri dell'eurozona. La *Guideline on Financial Assistance for the Direct Recapitalisation of Institutions* pubblicata l'8 dicembre 2014 (reperibile all'indirizzo www.esm.europa.eu/pdf/20141208%20Guideline%20on%20Financial%20Assistance%20for%20the%20Direct%20Recapitalisation%20of%20Institutions.pdf) evidenzia chiaramente all'art. 8, comma 2, come il ricorso al *Direct Recapitalization Instrument* debba essere condizionato al previo *bail-in* della banca sottoposta a risoluzione, al contributo del Fondo di risoluzione nella misura del 5% delle passività totali e all'avvenuta conversione o riduzione di tutte le passività non garantite e non privilegiate, diverse dai depositi ammissibili.

perdite della banca sottoposta a risoluzione ⁽²¹³⁾, non è soggetto alla disciplina degli aiuti di stato in quanto non effettuato in favore della banca, ma direttamente in favore degli azionisti e dei creditori pregiudicati, e non è soggetto alle norme in tema di condivisione degli oneri previste per gli interventi del Fondo a indiretta copertura di perdite in quanto volto a tutelare il principio dell'assenza di pregiudizio, che si impone alla luce dei diritti fondamentali degli azionisti e dei creditori (v. *supra* Cap. II, §6.1).

Le ipotesi di intervento pubblico a copertura delle perdite nell'ambito della risoluzione non si esauriscono con le forme di intervento previste per il Fondo di risoluzione. Infatti, i sistemi di garanzia dei depositanti effettuano un contributo a favore della banca in risoluzione al fine di bilanciare l'esenzione dal *bail-in* dei depositi protetti. Sul tema, si rinvia a quanto già detto sopra nel §3.3, anche con riferimento ai ridotti margini pratici di intervento dei sistemi di garanzia dei depositanti per effetto della previsione della c.d. *depositor preference*.

Quanto osservato in merito agli stringenti requisiti in tema di condivisione degli oneri previsti per gli interventi del Fondo di risoluzione a copertura delle perdite e ai limiti rispetto all'entità del contributo del Fondo di risoluzione (resi necessari dalla ridotta dotazione patrimoniale per esso prevista ²¹⁴) permette di evidenziare una chiara scelta politica del legislatore europeo: le risorse per garantire il salvataggio delle banche in crisi devono provenire, in massima parte dai soggetti privati (azionisti e creditori) che hanno in precedenza investito nella banca ⁽²¹⁵⁾. È questo complesso di

⁽²¹³⁾ Malgrado l'autorità di risoluzione sia tenuta a strutturare il proprio intervento in modo da ridurre i costi della risoluzione (e, dunque, da ridurre gli oneri per il Fondo di risoluzione), tale obiettivo è espressamente subordinato rispetto al perseguimento dei primari obiettivi della risoluzione (tra cui, *in primis*, la stabilità sistemica, v. *supra* Cap. II, §8.3). L'autorità di risoluzione potrebbe, dunque, strutturare consapevolmente il proprio intervento con modalità tali da non assicurare il rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio per alcuni o tutti i titolari di pretese verso la banca, quando ciò risulta funzionale al perseguimento di uno di quei primari obiettivi (si pensi al caso in cui il valore di *gone concern* della banca sia superiore al valore di *going concern*, ma la continuazione dell'attività risulti necessaria al fine di evitare fenomeni di contagio). Non può, tuttavia, del tutto escludersi che l'autorità di risoluzione possa, nella pratica, avvalersi di tale possibilità con il dissimulato scopo di trasferire parte delle perdite sul Fondo di risoluzione.

⁽²¹⁴⁾ Tale dotazione, soprattutto se raffrontata all'ammontare delle risorse impiegate dagli stati europei per il salvataggio pubblico delle banche tra il 2008 e il 2013 (v. *supra* Cap. II, §2, nt. 24), appare molto esigua (v. *supra* Cap. II, §4, nt. 62).

⁽²¹⁵⁾ Proprio la ridotta dotazione del Fondo di risoluzione ha sollevato alcune critiche (cfr. J.N. GORDON, W.G. RINGE, *Bank Resolution in the European Banking Union: A Transatlantic Perspective on What it Would Take*, cit., pp. 30 ss., pp. 36 ss., pp. 39 ss.), che tuttavia non appaiono condivisibili in quanto mosse in una prospettiva diversa da quella ritenuta corretta secondo cui il Fondo ha

passività *bailinable* a costituire, nelle intenzioni del legislatore europeo, il “vero” fondo a sostegno della risoluzione delle banche europee ⁽²¹⁶⁾, la cui adeguatezza è determinata, per ciascuna banca, dalle autorità di risoluzione su base periodica (si veda quanto detto in relazione al requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili, v. *supra* §4).

Prima di concludere sul tema, è opportuno segnalare che – alla luce della rigidità dei requisiti in tema di *burden sharing* e del timore di ricadute reputazionali sull’intero sistema derivanti dall’attuazione degli stessi – numerosi gruppi di banche, in Italia e all’estero, stanno costituendo sistemi di tutela istituzionale. Gli interventi da parte di tali sistemi, avendo natura puramente volontaria, si sottraggono alla disciplina degli aiuti di stato e, pertanto, possono liberamente intervenire a sostegno di una banca in crisi, senza che tale intervento richieda il rispetto del requisito del *burden sharing* o delle forme di condivisione degli oneri previste dalla disciplina della risoluzione. La possibilità di un ricorso a questi sistemi di tutela istituzionale, se idoneo a consentire il superamento della situazione di dissesto o di rischio di dissesto, impediscono il ricorso ad un *write down* (v. *supra* Cap. II, §7.2) e, *a fortiori*, l’applicazione di un *bail-in* o di un altro strumento di risoluzione.

7. La gestione della società dopo il *bail-in*

7.1. La riorganizzazione aziendale quale necessario complemento della ripatrimonializzazione

Lo strumento del *bail-in*, come si è visto, opera soltanto sulla struttura finanziaria della banca sottoposta a risoluzione, senza incidere sulla sua attività e sul suo patrimonio. Più precisamente, il *bail-in* ha l’effetto di ripristinare la solidità

principalmente la funzione di mero supporto finanziario alla risoluzione, quando la banca ricapitalizzata non sia in grado di reperire liquidità sul mercato, e l’assorbimento delle perdite da parte dello stesso rappresenti un’eccezione da contenere strettamente nei limiti di quanto previsto dalla legge (sul punto, si veda A. GARDELLA, *Bail-In and the Two Dimension of Burden Sharing*, cit., p. 209 e, sebbene con riferimento ai meccanismi di finanziamento previsti dal Dodd-Frank Act, anche D.A. SKEEL JR., *Single Point of Entry and the Bankruptcy Alternative*, cit., pp. 331-332).

⁽²¹⁶⁾ Nello stesso senso, si veda anche quanto rilevato dalla European Banking Federation che afferma che «*the principle tool for absorbing losses and recapitalising restructured banks is bail-in and not the SRF. The level of outstanding senior unsecured long-term debt currently held by banks – around €1.1 trillion – is 20 times the size proposed for the SRF. Bail-in would absorb all or most of the cost of a bank failure in most circumstances*» (EBF *Positioning on the Principles underlying the Single Resolution Mechanism*, 17 settembre 2013, p. 2).

patrimoniale della banca, ma non consente di correggere le eventuali carenze del modello di *business* e della struttura organizzativa che hanno concorso a condurre al dissesto. Pertanto, al fine di assicurare il mercato in ordine alla assenza di un pericolo di “ricadute” per la banca risolta ⁽²¹⁷⁾, può essere necessario intervenire su tali carenze del modello di *business* e della struttura organizzativa della stessa (ad esempio, tramite la cessione di attività deteriorate, la cessazione di attività non remunerative o la riduzione del personale ²¹⁸).

Per questo motivo, è stato previsto che la banca sottoposta a *bail-in* debba predisporre un piano di riorganizzazione aziendale ⁽²¹⁹⁾. Il piano di riorganizzazione aziendale deve identificare le cause che sono state alla base della crisi della banca sottoposta a *bail-in*, prevedere le misure necessarie al fine di assicurare la «sostenibilità economica a lungo termine» della banca e stabilire i tempi previsti per l’attuazione delle misure previste ⁽²²⁰⁾.

⁽²¹⁷⁾ Sul tema, si veda anche S. MADAUS, *Bank Failure and Pre-emptive Planning*, in *Bank Recovery and Resolution*, a cura di M. Haentjens e B. Wessels, L’Aja, 2014, pp. 49 ss. e, ivi, p. 63, il quale appare scettico in ordine alla possibilità di assicurare il mercato finanziario in ordine alla solidità della banca tramite la predisposizione di un piano di riorganizzazione aziendale.

⁽²¹⁸⁾ L’unico aspetto di carattere amministrativo su cui il *bail-in*, di regola, incide automaticamente in quanto strumento di risoluzione è rappresentato dalla sostituzione degli organi di amministrazione e di controllo e dell’alta dirigenza della banca sottoposta a risoluzione. L’eventuale permanenza in carica dei membri di questi organi o dei dirigenti apicali deve essere, infatti, espressamente prevista nel provvedimento di risoluzione (art. 35, comma 1, lett. b, Decreto BRR), quando funzionale al raggiungimento degli obiettivi della risoluzione (art. 22, comma 1, lett. e, Decreto BRR).

⁽²¹⁹⁾ La predisposizione di un piano di riorganizzazione aziendale non è richiesta quando il *bail-in* è utilizzato in combinazione con lo strumento dell’ente-ponte, al fine di ridurre le passività cedute ad un ente-ponte o a convertire tali passività in azioni dell’ente-ponte. Ciò si desume dall’art. 56, comma 1, che richiama soltanto la lettera a) dell’art. 48, comma 1, Decreto BRR e non, invece, la lettera b), relativa all’utilizzo combinato dello strumento del *bail-in* e dell’ente-ponte. La scelta di non prevedere la necessaria predisposizione di un piano di riorganizzazione in caso di ricorso al *bail-in* in combinazione con lo strumento dell’ente-ponte è frutto del recepimento dell’art. 52, par. 1, BRRD che, nelle intenzioni del legislatore europeo, si giustifica probabilmente con il fatto che, in questa ipotesi, l’attività bancaria di rilevanza sistemica è trasferita ad un nuovo soggetto. Non può tuttavia escludersi che il trasferimento dell’attività al nuovo soggetto determini, altresì, il riprodursi delle medesime carenze del modello di *business* che hanno condotto all’emergere di una situazione di dissesto o rischio di dissesto per la banca sottoposta a risoluzione.

⁽²²⁰⁾ Cfr. art. 56 Decreto BRR, che recepisce in maniera non del tutto esaustiva l’art. 52 della BRRD. La direttiva ha demandato all’EBA la predisposizione di norme tecniche di attuazione che dovranno essere adottate dalla Commissione europea (art. 52, par. 12) e di linee guida (art. 52, par. 13). La bozza finale di tali norme tecniche di attuazione e la versione finale delle linee guida è stata pubblicata dall’EBA il 17 dicembre 2015 (v. *Draft Regulatory Technical Standards and Guidelines on business reorganisation plans under Directive 2014/59/EU*, EBA/RTS/2015/12 e EBA/RTS/2015/12, reperibile

In particolare, affinché il piano di riorganizzazione aziendale assicuri la sostenibilità economica di lungo periodo della banca sottoposta a *bail-in* è necessario che l'attuazione delle misure in esso contenute garantiscano la compatibilità della struttura societaria, amministrativa e patrimoniale della banca con i requisiti patrimoniali e con gli altri requisiti prudenziali cui la banca è soggetta e ripristinino una ragionevole redditività dell'attività da essa svolta. Tali obiettivi devono essere raggiunti in un tempo ragionevole e dovrà essere possibile assicurarne il rispetto anche in una prospettiva futura modellata sull'evoluzione più probabile del contesto economico in cui la banca opera, ma che tenga altresì conto del possibile deterioramento delle condizioni di mercato ⁽²²¹⁾.

In considerazione di tale contenuto, la definizione del piano di riorganizzazione si pone al confine tra l'attività dell'autorità di risoluzione, intervenuta per risolvere la crisi della banca, e l'attività dell'autorità di vigilanza, al cui controllo deve essere riconsegnata la banca dopo il superamento della crisi per effetto dell'azione di risoluzione. Coerentemente, il legislatore ha previsto la competenza congiunta di entrambe tali autorità in materia di valutazione dell'adeguatezza e credibilità del piano di riorganizzazione aziendale ⁽²²²⁾.

Inoltre, in ragione del suo contenuto, il piano di riorganizzazione aziendale può sovrapporsi con il piano di ristrutturazione che, in base alla disciplina sugli aiuti di

all'indirizzo www.eba.europa.eu/documents/10180/1312804/EBA-RTS-2015-12+RTS+and+EBA-GL-2015-21+GLs+on+Business+Reorganisation+Plans.pdf/9ecf6b00-dbcf-493d-9ff4-016d7442e410.

⁽²²¹⁾ Cfr. art. 52, par. 4, BRRD e, più ampiamente al riguardo, i *Draft Regulatory Technical Standards and Guidelines on business reorganisation plans under Directive 2014/59/EU* pubblicati dall'EBA.

⁽²²²⁾ Il piano di riorganizzazione deve essere trasmesso, entro un mese dall'applicazione del *bail-in* (art. 56, comma 3, Decreto BRR), dai commissari speciali della banca (o dagli amministratori, nell'improbabile caso in cui l'autorità di risoluzione ne escluda l'automatica decadenza, v. *supra* nt. 218) alla Banca d'Italia, la quale procede, eventualmente, a trasmetterlo prontamente al *Single Resolution Board* ove sia l'autorità di risoluzione competente (cfr. art. 27, par. 16, Reg. SRM). Tale piano deve essere ritenuto adeguato e fattibile sia dall'autorità di risoluzione, sia dall'autorità di vigilanza. In caso di valutazione negativa, l'autorità di risoluzione comunica i propri rilievi entro un mese dalla data di presentazione del piano da parte della banca (art. 56, comma 5, Decreto BRR). Tali rilievi devono essere concordati con d'intesa con l'autorità di vigilanza (cfr. art. 52, par. 8, BRRD, non recepito in questa parte dalla normativa nazionale). I commissari speciali (o gli amministratori) dispongono di due settimane dalla ricezione della comunicazione dell'autorità di risoluzione per sottoporre un piano di riorganizzazione aziendale modificato al fine di riflettere i rilievi mossi dall'autorità di risoluzione e dall'autorità di vigilanza. L'autorità di risoluzione (deve ritenersi, sempre d'intesa con l'autorità di vigilanza) deve notificare, entro una settimana dalla ricezione del piano modificato, la propria valutazione positiva oppure eventuali ulteriori rilievi, fissando in quest'ultimo caso un termine entro il quale la banca deve apportare le modifiche appropriate al piano (art. 56, comma 6, Decreto BRR).

stato, deve essere predisposto da tutte le banche che beneficino di misure di ricapitalizzazione e di misure di sostegno a fronte di attività deteriorate ⁽²²³⁾. In tal caso, il piano di riorganizzazione aziendale deve, chiaramente, risultare compatibile con il piano di ristrutturazione e, a tal fine, è necessario che le misure per il ripristino della sostenibilità economica di lungo periodo della banca risolta vengano concordate non solo tra l'autorità di risoluzione e l'autorità di vigilanza, ma anche con la Commissione europea ⁽²²⁴⁾.

Dopo l'approvazione del piano di riorganizzazione aziendale da parte dell'autorità di risoluzione e dell'autorità di vigilanza, la banca è tenuta a presentare all'autorità di risoluzione una relazione periodica, con cadenza almeno semestrale, in merito ai progressi compiuti nell'attuazione del piano ⁽²²⁵⁾. Ciò è opportuno al fine di consentire un'individuazione precoce di eventuali deviazioni rispetto al programma di ripristino della sostenibilità economica di lungo termine contenuta nel piano di riorganizzazione aziendale ⁽²²⁶⁾. Tuttavia, sorprende la previsione secondo cui destinatario di tale relazione sia (soltanto) l'autorità di risoluzione, in considerazione del fatto che un'eventuale intervento correttivo di un inadempimento dovrebbe collocarsi nell'ambito delle misure di intervento precoce che l'autorità di vigilanza ha il potere di disporre (v. *supra* Cap. II, §5.2).

⁽²²³⁾ Cfr. i paragrafi 23, 50 e 53 della Comunicazione della Commissione europea sul settore bancario pubblicata nel 2013. Il piano di ristrutturazione richiesto dalla disciplina degli aiuti di stato è finalizzato a ripristinare la sostenibilità economica di lungo periodo, con minor aggravio possibile per le finanze pubbliche e mitigando possibili distorsioni della concorrenza nell'ambito del mercato interno.

⁽²²⁴⁾ Si veda l'art. 56, comma 9, Decreto BRR, ove si prevede anche la possibilità che l'autorità di risoluzione, al fine di rendere possibile tale coordinamento, conceda alla banca una proroga del termine di un mese dall'applicazione del *bail-in* ordinariamente previsto per la predisposizione e la trasmissione del piano di riorganizzazione aziendale (si noti che tale disposizione contiene un refuso laddove, in relazione alla proroga del periodo ordinario per la trasmissione del piano di riorganizzazione aziendale, rinvia al «*comma 1*» invece che, come si sarebbe dovuto, al comma 3).

⁽²²⁵⁾ Cfr. art. 56, comma 7, Decreto BRR.

⁽²²⁶⁾ La presenza di deviazioni può indurre l'autorità di risoluzione, d'intesa con quella di vigilanza, ad esercitare il potere di chiedere alla banca di rivedere il piano di riorganizzazione aziendale già approvato (art. 56, comma 8, Decreto BRR).

7.2. L'eventuale esercizio delle azioni di responsabilità e delle revocatorie fallimentari

Il salvataggio della banca mediante un *bail-in* e, quindi, con sacrificio degli azionisti e dei creditori della banca non può tradursi in un beneficio per coloro che, se la banca fosse stata sottoposta a liquidazione coatta amministrativa, avrebbero probabilmente subito azioni di responsabilità oppure l'esercizio di azioni revocatorie⁽²²⁷⁾. Ciò, oltre ad imporsi in base allo spirito e – quantomeno per le azioni di responsabilità – anche alla lettera della disciplina europea della risoluzione⁽²²⁸⁾, risulta fondamentale anche al fine di evitare un restringimento dei margini di intervento di cui dispone l'autorità di risoluzione, con l'effetto (nella migliore delle ipotesi) di incrementare il costo della risoluzione a carico del Fondo. In altri termini, privare la risoluzione della possibilità di recuperare risorse tramite azioni di responsabilità e azioni revocatorie, quando tali azioni sono consentite nell'ambito della liquidazione coatta amministrativa, sortirebbe l'effetto di rendere meno agevole assicurare la compatibilità degli effetti dell'azione di risoluzione con il principio dell'assenza di pregiudizio, costringendo così il Fondo di risoluzione ad un maggiore esborso a titolo di indennità verso gli azionisti e/o creditori pregiudicati (v. *supra* Cap. II, §8.3).

Per questo motivo, è stato previsto che i commissari speciali possano promuovere l'intero catalogo di azioni risarcitorie che il diritto societario comune riconosce, ordinariamente, ai soci e ai creditori, previo parere del comitato di sorveglianza e autorizzazione della Banca d'Italia⁽²²⁹⁾. Poiché il legislatore europeo ha rimesso al diritto nazionale la determinazione delle modalità con cui deve essere fatta valere la responsabilità di coloro che hanno concorso a determinare la sottoposizione della banca a risoluzione⁽²³⁰⁾, deve ritenersi che i poteri dei commissari speciali debbano essere integrati dal parere del comitato di sorveglianza e

⁽²²⁷⁾ Nell'ambito della procedura di liquidazione coatta amministrativa spetta al commissario liquidatore la competenza per l'esercizio delle azioni di responsabilità (art. 84, comma 5, TUB) e per le azioni revocatorie (art. 82, comma 3, TUB, che rinvia, per il tramite dell'art. 203, comma 2, l.f., alle disposizioni in tema di revocatoria fallimentare e ordinaria previste per la procedura di fallimento).

⁽²²⁸⁾ Si veda l'art. 34, par. 1, lett. e), della direttiva BRR.

⁽²²⁹⁾ Si veda l'art. 35, comma 3, Decreto BRR, che prevede che i commissari speciali possano esercitare l'azione sociale di responsabilità e quella dei creditori sociali contro i membri degli organi amministrativi e di controllo e il direttore generale, l'azione contro il soggetto incaricato della revisione legale dei conti, nonché l'azione del creditore sociale contro la società o l'ente che esercita l'attività di direzione e coordinamento.

⁽²³⁰⁾ Cfr. art. 15, par. 1, lett. e), Regolamento SRM.

dall'autorizzazione della Banca d'Italia anche con riferimento a banche stabilite in Italia per cui è il *Single Resolution Board* ad essere l'autorità di risoluzione competente (*in primis*, le banche ritenute "significative", v. *supra* Cap. II, §4). La disciplina prevista in materia risulta la fedele riproduzione, nell'ambito della risoluzione, di quanto previsto per la liquidazione coatta amministrativa ⁽²³¹⁾.

L'introduzione delle azioni revocatorie all'interno dell'impianto della risoluzione bancaria ha, invece, richiesto di risolvere profili di maggiore complessità. In primo luogo, si è reso necessario chiarire che, affinché possano proporsi le azioni revocatorie, è necessario che vi sia un accertamento giudiziale dello stato di insolvenza della banca risolta e che tale accertamento sia riferito alla data della sottoposizione della banca a risoluzione ⁽²³²⁾. Ciò si rende opportuno anche alla luce del fatto che l'azione di risoluzione rimuove, di regola, l'eventuale preesistente insolvenza (si pensi agli effetti del *bail-in*); quando ciò non accade, come con riferimento alla c.d. *residual entity* risultate dall'applicazione dello strumento dell'ente-ponte, la revocatoria si giustifica solo a condizione che la banca fosse già insolvente prima del trasferimento delle attività e passività di rilevanza sistemica al veicolo destinato ad operare come ente-ponte ⁽²³³⁾.

In secondo luogo, la previsione della possibilità di esercitare le azioni revocatorie all'interno della risoluzione bancaria ha richiesto di approntare alcune cautele. La mera prospettiva che gli atti compiuti da una banca siano sanzionati dall'inefficacia, nel caso in cui la stessa sia o appaia prossima alla crisi, potrebbe isolare la banca dal mercato, con l'effetto di impedirle la prosecuzione dell'attività. Ciò appare in evidente contrasto con le finalità della risoluzione che, come visto, si propone di consentire un'allocatione delle perdite sugli azionisti e sugli altri titolari di pretese

⁽²³¹⁾ Cfr. art. 84, comma 5, TUB.

⁽²³²⁾ Si veda l'art. 36 Decreto BRR che, al terzo comma, richiama l'art. 82, comma 2, TUB che disciplina l'accertamento giudiziale dello stato di insolvenza della banca sottoposta a liquidazione coatta amministrativa. L'art. 36 del Decreto BRR precisa, altresì, che i termini previsti dalla disciplina dell'azione revocatoria fallimentare e ordinaria decorrono dalla data di avvio della risoluzione. Tale precisazione è di particolare importanza poiché – insieme alla previsione di cui all'art. 35, comma 2, Decreto BRR – esclude con chiarezza la revocabilità degli atti posti in essere nel corso della risoluzione e crea una forma di consecuzione di procedure tra la risoluzione e la liquidazione coatta amministrativa della *residual entity*, quando l'intervento dell'autorità di risoluzione si avvalga dello strumento dell'ente-ponte.

⁽²³³⁾ In merito allo strumento dell'ente-ponte (o *bridge bank*) si ricordi quanto detto *supra* al Capitolo II, §5.4 e, *ivi*, in specie alla nt. 104.

verso la banca senza, con ciò, intralciare con lo svolgimento delle attività di rilevanza sistemica. La soluzione adottata al riguardo non pare, tuttavia, del tutto soddisfacente: in caso di risoluzione sono stati esclusi dal novero degli atti revocabili gli atti c.d. normali (ossia, quegli atti che non abbiano arrecato pregiudizio, ma abbiano soltanto alterato la *par condicio creditorum*) ⁽²³⁴⁾. Ciò, da un lato, crea una divergenza con la liquidazione coatta amministrativa che si riflette sull'applicazione del principio dell'assenza di pregiudizio (si vedano, sul punto, le considerazioni svolte sopra); dall'altro, non assicura che la prospettiva dell'inefficacia degli atti compiuti non scoraggi comunque i terzi dal mantenere relazioni con una banca che appaia in difficoltà, dal momento che la revocabilità o meno di tali atti in caso di crisi dipende dalla valutazione dell'autorità di risoluzione in ordine a se ricorrere ad una liquidazione coatta amministrativa oppure sottoporre la banca a risoluzione in base al positivo accertamento della sussistenza di un interesse pubblico in tal senso (v. *supra* Cap. II, §7.4) ⁽²³⁵⁾.

Prima di concludere, occorre soffermarsi sugli effetti dell'esperimento delle azioni di responsabilità e delle azioni revocatorie in relazione al trattamento assicurato agli azionisti e ai creditori. Salvo il caso in cui tali azioni vengano esperite dalla c.d. *residual entity* in ipotesi di ricorso allo strumento dell'ente-ponte, la rapidità con cui deve essere completata l'azione di risoluzione e, in specie, il *bail-in* non consente di ritenere che l'esito di tali azioni possa incidere direttamente sugli interessi degli azionisti e dei creditori. Per poter sortire l'effetto di tranquillizzare il mercato circa la stabilità della banca sottoposta a *bail-in*, la riduzione o conversione delle passività deve assumere sin da subito natura definitiva (salvo solo l'ipotesi limitata del *write up*, di cui si è detto *supra* al §5.6). I recuperi attesi dall'esperimento di tali azioni incidono, tuttavia, indirettamente sul trattamento degli azionisti e dei creditori, in quanto devono essere fatti oggetti di stima da parte della valutazione "precedente" e, ai fini della verifica del rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio, da parte della valutazione "successiva" (v. *supra* Cap. II, §8).

⁽²³⁴⁾ Cfr. art. 67, comma 2, l.f.

⁽²³⁵⁾ In aggiunta a quanto appena detto, si può soltanto accennare, poiché esula dall'oggetto del presente lavoro, alle perplessità che suscita la mancata previsione di un'ipotesi di esenzione da revocatoria per gli atti compiuti in esecuzione di un piano di risanamento o di una misura di intervento precoce. Tale scelta potrebbe rendere i piani di risanamento e le misure di intervento precoce scarsamente efficaci.

CAPITOLO IV

DAL *BAIL-IN* BANCARIO AL DIRITTO SOCIETARIO DELLA CRISI

SOMMARIO: 1. Internalizzazione dei costi della crisi e impatto sulla raccolta – 2. Modalità nuove per obiettivi vecchi: un meccanismo concorsuale che opera sul soggetto – 3. Il peso della tradizione nell’assetto delle procedure concorsuali – 4. La struttura societaria come mezzo efficiente di soddisfazione dei creditori – 5. Le specificità connesse alla natura bancaria del debitore – 6. I limiti all’estensione di un meccanismo di ricapitalizzazione “interna” – 6.1. *I vincoli imposti dalle garanzie costituzionali* – 6.2. *I vincoli imposti dal diritto europeo* – 7. Uno sguardo all’evoluzione dell’ordinamento italiano – 7.1. *La recente “societarizzazione” del diritto fallimentare* – 7.2. *Capitale di rischio e capitale di debito: una classificazione in crisi* – 8. La ricapitalizzazione “interna” in funzione del riequilibrio dinamico dell’adeguatezza patrimoniale e finanziaria – 8.1. *Il superamento della regola “ricapitalizza, trasforma o liquida”* – 8.2. *Il trasferimento del controllo nel concordato preventivo e nel fallimento.*

1. Internalizzazione dei costi della crisi e impatto sulla raccolta

L’analisi della disciplina della risoluzione e, in particolare, di quella dello strumento del *bail-in* condotta nei Capitoli II e III consente, adesso, di ricollegarsi a quanto rilevato nel Capitolo I in merito ai criteri che governano l’allocazione del controllo e del valore nelle società di capitali e alle criticità evidenziate dal mancato coordinamento tra diritto societario e concorsuale nella gestione delle crisi societarie. La disciplina del *bail-in*, infatti, si rivela in questa prospettiva di particolare interesse in quanto rappresenta un organico complesso normativo che – coordinando le norme relative alla struttura societaria del soggetto bancario e quelle relative al concorso dei creditori – attua con modalità diverse da quelle consuete l’obiettivo tipico delle procedure concorsuali consistente, come si ricorderà, nel trasferimento ai creditori del controllo sul patrimonio del debitore (v. *supra* Cap. I, §2.3).

Tale trasferimento coincide, da un angolo visuale opposto, con l'obiettivo espressamente perseguito dalla normativa europea (v. *supra* Cap. II, §5.4) di garantire l'allocazione delle perdite della banca in dissesto in capo ai suoi azionisti e creditori, secondo l'ordine delle rispettive pretese. Si tratta, a ben vedere, di un'internalizzazione dei costi del dissesto che ha, da sempre, costituito la regola in caso di insolvenza di società non finanziarie. Gli strumenti di risoluzione sono finalizzati a consentire che, anche nel caso della crisi delle banche, possa essere imposta ai soci la perdita della loro pretesa residuale e i creditori possano vedere certificata la loro posizione di reali *residual claimants*.

Più precisamente, all'indomani della crisi finanziaria e dei salvataggi pubblici di molte banche (salvataggi che hanno indubbiamente costituito il "male minore"), il legislatore europeo si è prefisso lo scopo di evitare che, in futuro, potesse rendersi nuovamente necessario l'utilizzo di fondi pubblici al fine di coprire le perdite delle banche (quantomeno nell'ingentissima misura cui si è assistito, soprattutto in Stati membri diversi dall'Italia, durante la recente crisi finanziaria). Tale scopo è stato perseguito dal legislatore europeo operando dal lato dei meccanismi concorsuali, rispetto al problema efficacemente identificato come *too big to fail*, e non intervenendo, invece, sul piano delle dimensioni, del grado di complessità e del livello di interconnessione all'interno del sistema finanziario delle banche ⁽¹⁾. La concentrazione di tutti gli sforzi nella creazione di strumenti a funzione concorsuale che consentissero l'efficiente gestione del dissesto di debitori aventi natura societaria e caratterizzati per la straordinarietà delle conseguenze derivanti da un'inadeguata gestione della crisi (v. *supra* Cap. II, §2) ha condotto all'elaborazione di un complesso e articolato sistema normativo. Si tratta, pertanto, del tentativo più completo ed elaborato attualmente esistente di ripensamento dei meccanismi tradizionali di trasferimento del controllo ai creditori nell'ambito delle crisi societarie e, pertanto, è inevitabile confrontarsi con questa disciplina.

Nell'ambito di tale quadro normativo è sembrato opportuno concentrare l'analisi sullo strumento del *bail-in* (alla cui disciplina è stato dedicato il Capitolo III),

(1) In altri ordinamenti, oltre che dal lato dei meccanismi concorsuali, si è scelto di operare anche sul piano della struttura delle banche, stimolandone una riduzione di dimensioni e una semplificazione (soprattutto tramite l'imposizione della c.d. *Volcker Rule* negli Stati Uniti). Sul tema, si veda quanto detto *supra* al Capitolo II, §4, nt. 51.

che più degli altri strumenti di risoluzione innova quanto alle forme di trasferimento del controllo ai creditori. In particolare, occorre notare come esso – senza passare da una liquidazione del patrimonio del debitore ⁽²⁾, semplicemente agendo sulla struttura finanziaria della banca in crisi – ottenga il risultato di distribuire il valore a coloro che rivestono, in senso sostanziale, posizione residuale secondo criteri (tendenzialmente) corrispondenti a quelli applicabili nelle comuni procedure concorsuali (ordine legittimo delle cause di prelazione e *par condicio creditorum*, v. *supra* Cap. II, §6.2 e, con riferimento specifico al *bail-in*, Cap. III, §5.1). Ciò, in ogni caso, produce risultati tali da garantire che nessuno sia penalizzato rispetto a quanto sarebbe accaduto qualora si fosse fatto ricorso all'ordinaria procedura concorsuale liquidatoria (principio dell'assenza di pregiudizio, v. *supra* Cap. II, §6.1). In quest'ottica si può dire che lo strumento del *bail-in* costituisce una procedura concorsuale “virtuale” ad esecuzione istantanea, come si approfondirà nel prossimo paragrafo.

La natura istantanea con cui le operazioni di riduzione e conversione di azioni e passività raggiungono l'obiettivo di rimuovere lo squilibrio patrimoniale (creando altresì i presupposti affinché sia superato lo squilibrio finanziario grazie alla maggiore capacità di ottenere finanziamenti), dovrebbe permettere nella maggioranza dei casi di conservare meglio il valore degli attivi patrimoniali della banca rispetto a quanto accadrebbe in una procedura liquidatoria (v. *infra* §4) ⁽³⁾. Ciò dovrebbe far emergere

⁽²⁾ In tal modo, questo meccanismo non interferisce con l'attività bancaria e, dunque, dovrebbe ridurre il pericolo di destabilizzare il sistema finanziario. Tuttavia, affinché il *bail-in* realizzi pienamente l'obiettivo di allocare le perdite sui titolari di pretese verso la banca in crisi in maniera compatibile con il primario obiettivo di preservare la stabilità del sistema finanziario, è necessario che tale allocazione non possa essere un veicolo di contagio della crisi. In argomento, si veda S. GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, cit., p. 24 e J. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible*, cit., p. 23; J. ZHOU, V. RUTLEDGE, W. BOSSU, M. DOBLER, N. JASSAUD, M. MOORE, *From bail-out to bail-in: mandatory debt restructuring of systemic financial institutions*, cit., p. 21. La disciplina europea della risoluzione prevede, al fine di far fronte a tale pericolo, il potere dell'autorità di esentare *ad hoc* alcune passività astrattamente *bailinable* (v. *supra* Cap. III, §3.4) e il dovere di sorvegliare sulla esistenza, nel patrimonio di ogni banca, di fondi propri e passività *bailinable* quantitativamente e qualitativamente adeguate ai fini dell'efficace applicazione dello strumento del *bail-in* (si ricordi quanto detto in tema di MREL al Cap. III, §4).

⁽³⁾ Può accadere in taluni casi che il *bail-in* sia meno conveniente di una liquidazione, laddove il valore dell'attivo risulti maggiore in una prospettiva di liquidazione rispetto ad una prospettiva di continuità (come accade, ad esempio, quando alla continuazione dell'attività sono associati costi operativi molto alti, come quelli sostenuti per un numero eccessivo di dipendenti, che eccedono i ricavi operativi). Chiaramente, nel caso delle banche, in ragione dei preminenti interessi pubblici ad esse connessi, può imporsi la prosecuzione dell'attività anche se non profittevole.

un “*surplus* di risoluzione” che rende, all’evidenza, infondati (*rectius*: male indirizzati) i diffusi timori che l’introduzione della disciplina della risoluzione si traduca in un aumento dei costi di raccolta per le banche. Gli strumenti di risoluzione e, in specie, il *bail-in* dovrebbero, dunque, contribuire mediamente ad una riduzione del costo medio del credito per le banche ⁽⁴⁾. È chiaro, tuttavia, che nel nuovo quadro caratterizzato dalla pressoché totale eliminazione dell’implicita garanzia sovrana sui debiti bancari ⁽⁵⁾, un aumento del costo di raccolta potrà esserci e, anzi, sembra già essersi palesato ⁽⁶⁾. Tale aumento dipende, però, non dal *bail-in* (che, anzi, come detto dovrebbe avere effetti inversi) ⁽⁷⁾, ma dalla chiara scelta politica di porre fine

⁽⁴⁾ Cfr. S. GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, cit., p. 9.

⁽⁵⁾ L’entità del sussidio pubblico che, in passato, veniva indirettamente concesso alla banche appare significativo. Studi condotti sulle banche *too big to fail* statunitensi hanno rivelato che il vantaggio di cui esse hanno goduto nell’approvvigionamento di risorse finanziarie deve essere quantificato in circa 30 punti base nel periodo compreso tra il 1990 e il 2012, con un picco nel corso della crisi finanziaria (cfr. V.V. ACHARYA, D. ANGINER, J.A. WARBURTON, *The End of Market Discipline? Investor Expectations of Implicit Government Guarantees*, disponibile su SSRN, 2015, p. 18). Una stima compiuta su un campione di banche più ampio stabilite in paesi sviluppati e in via di sviluppo ha quantificato il sussidio pubblico garantito alle banche sistemiche in 60 punti base alla fine del 2007 e 80 punti base alla fine del 2009 (cfr. K. UEDA, B. WEDER DI MAURO, *Quantifying structural subsidy values for systemically important financial institutions*, in *Journal of Banking & Finance*, 37, 2013, pp. 3830 ss.). Sul tema, si veda anche J.A. SANTOS, *Evidence from the Bond Market on Banks’ “Too-Big-To-Fail” Subsidy*, in *FRBNY Economic Policy Review*, dicembre 2014, pp. 29 ss. reperibile all’indirizzo www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/cpr/2014/1412sant.pdf; O. TOADER, *Quantifying and Explaining Implicit Public Guarantees for European Banks*, in *International Review of Financial Analysis*, 2015, 41, pp. 136 ss.

⁽⁶⁾ Al riguardo, occorre segnalare che l’aumento del costo del credito per le banche – conseguente al passaggio da un sistema di *bail-outs* ad un sistema di *bail-ins* – si è verificato in maniera non uniforme tra i sistemi bancari dei vari Stati membri: l’impatto è stato maggiore per le banche stabilite negli stati più deboli e più contenuto per le banche stabilite negli stati più solidi finanziariamente (cfr. A. SCHÄFER, I. SCHNABEL, B. WEDER DI MAURO, *Bail-in Expectations for European Banks: Actions Speak Louder than Words*, cit., p. 25, cui si aggiunge, nello stesso senso, l’analisi condotta da A. GALLO, S. SETHI, T. PAO, *The Revolver. European banks: Still too big to fail*, Bloomberg Marco Economic Research, 23 gennaio 2014, p. 5). Ciò a dimostrazione del fatto che il mercato ripone ancora una aspettativa che possano esservi *bail-outs* in paesi come, ad esempio, la Germania. È evidente come ciò non consenta di ritenere effettivamente realizzato quel *level playing field* alla cui creazione deve tendere l’azione dell’Unione europea e che, affinché tale obiettivo possa essere realizzato, è necessario che il *bail-in* venga applicato anche ad una banca sistemica stabilita in uno Stato membro “forte” (si ricordi, infatti, quanto detto in merito alla ridotta sensibilità del mercato rispetto al quadro normativo in materia di gestione delle crisi bancarie, cfr. *supra* nt. 8).

⁽⁷⁾ Invero, parte dell’aumento dei costi di raccolta può essere altresì ricondotto alla minore prevedibilità per gli investitori del trattamento che spetterà loro in caso di crisi (si pensi ai margini di discrezionalità concessi all’autorità di risoluzione in ordine alla scelta dello strumento di risoluzione e all’esenzione *ad hoc* di passività ammissibili). Tale incremento dei costi risulta, ad ogni modo, temperato dalla presenza di una soglia minima di soddisfazione garantita ai sensi del principio

all'indiretto sussidio pubblico che, in passato, gli stati sono stati costretti ad assicurare alle banche “sistemiche” impegnandosi tacitamente a far fronte ad eventuali perdite da queste subite ⁽⁸⁾. Il *bail-in* e gli altri strumenti di risoluzione si limitano a trasferire i costi precedentemente sostenuti dalla generalità dei contribuenti sulle banche e, dunque, sugli azionisti e sui creditori delle stesse, così internalizzandoli ⁽⁹⁾.

In questa prospettiva, l'aumento dei costi di provvista sembra rappresentare un allineamento – desiderabile in termini di incentivi – del costo del credito per le banche

dell'assenza di pregiudizio (v. *supra* Cap. II, §6.1) e dal prevedibile sviluppo di prassi applicative nel corso dei prossimi anni.

⁽⁸⁾ La natura tacita di tale impegno dipendeva da un approccio alle crisi bancarie impostato sulla c.d. *constructive ambiguity*, consistente nella deliberata non formalizzazione della garanzia sovrana onde non creare aspettative sul mercato (v. *supra* Cap. II, §2). Tale approccio si è rivelato inidoneo ad escludere l'aspettativa del mercato in ordine al salvataggio pubblico delle banche sistemiche in crisi, come dimostrato dalla recente crisi finanziaria. Cfr. A. SKEEL JR., *Single Point of Entry and the Bankruptcy Alternative*, cit., p. 315. Così come l'approccio della *constructive ambiguity* non ha convinto il mercato circa l'assenza di un'implicita garanzia pubblica dei debiti bancari, anche la proposizione e la successiva introduzione della disciplina del *bail-in* non ha prodotto immediatamente aumenti significativi dei costi di provvista per le banche, che invece si sono verificati in occasione di vicende che hanno dimostrato, nei fatti, che le perdite di una crisi bancaria non saranno più coperte utilizzando risorse pubbliche (ad esempio, la crisi di Cipro del 2013). In questo senso, si veda A. SCHÄFER, I. SCHNABEL, B. WEDER DI MAURO, *Bail-in Expectations for European Banks: Actions Speak Louder than Words*, cit., diffusamente e, in specie, pp. 24 ss.

⁽⁹⁾ Il trasferimento integrale dei costi dalla generalità dei contribuenti alle banche presuppone l'assenza di asimmetrie informative e la razionalità degli operatori che agiscono sul mercato. Entrambi i presupposti sono, all'evidenza, semplici approssimazioni, di fronte ad una realtà che risulta spesso caratterizzata da condotte irrazionali e che vede severi limiti all'accesso alle informazioni relative alle banche, principalmente dovuti sia ad esigenze di riservatezza connesse al rischio di *shock* finanziari cui esse sono per natura esposte (v. *supra* Cap. II, §2), sia alla mancanza di risorse e conoscenze sufficienti per consentire ai soggetti interessati di comprendere il significato delle informazioni disponibili. Sulla base di tali considerazioni, E. AVGOULEAS, J. CULLEN, *Market discipline and EU corporate governance reform in the banking sector: Merits, fallacies, and cognitive boundaries*, in *Journal of Law and Society*, 41, 2014, pp. 28 ss. e, ivi, p. 38, esprimono perplessità in ordine alla capacità di internalizzare i costi mediante gli strumenti di risoluzione in assenza di misure strutturali che semplifichino la struttura delle banche e le rendano di dimensioni più ridotte (sul tema, v. *supra* al Capitolo II, §4, nt. 51).

È necessario comunque tenere presente che l'internalizzazione della quota di costo del credito precedentemente esternalizzata sui contribuenti non è un trasferimento neutrale nell'ottica del sistema. Infatti, ai costi trasferiti si aggiungono i costi sopportati dai titolari di pretese verso ciascuna banca per monitorarne le condizioni patrimoniali e finanziarie. Tali costi, che saranno chiaramente incorporati nei tassi di interesse pretesi per la concessione di risorse finanziarie alle banche, non si sostituiscono a quelli inerenti all'attività di monitoraggio pubblica posta in essere dall'autorità di vigilanza, in quanto tale attività, lungi dall'essere stata abbandonata, risulta rafforzata all'interno del quadro nell'Unione bancaria europea (v. *supra* Cap. II, §4).

Nonostante tali considerazioni, l'imposizione dei costi del dissesto a carico di coloro che vantano pretese verso la banca dovrebbe raggiungere, a parere di chi scrive, un risultato comunque preferibile in termini di incentivi rispetto a quanto accade in uno scenario in cui le banche sistemiche beneficino della garanzia di un salvataggio pubblico.

rispetto all'effettiva rischiosità dell'investimento, dopo anni in cui le banche hanno potuto avvantaggiarsi di un accesso al credito a condizioni non di mercato ⁽¹⁰⁾.

2. Modalità nuove per obiettivi vecchi: un meccanismo concorsuale che opera sul soggetto

Le considerazioni svolte nel precedente paragrafo consentono di “normalizzare” lo strumento del *bail-in*, la cui introduzione è stata accompagnata da un allarmismo che non pare potersi condividere. Se posto al raffronto con l'alternativa della liquidazione coatta amministrativa, il *bail-in* non risulta mai penalizzante per gli azionisti e i creditori della banca in crisi (cfr. *supra* Cap. II, §6.1, in merito al fondamentale principio dell'assenza di pregiudizio) e, anzi, dovrebbe di regola condurre ad una migliore soddisfazione delle loro pretese (ciò, ovviamente, se si tiene fermo il presupposto che i contribuenti non devono pagare per la crisi di una banca, v. *supra* al §1). Si è anticipato, inoltre, che il *bail-in* equivale sostanzialmente ad una procedura concorsuale “virtuale” (poiché non prevede la vendita dell'attivo patrimoniale) ad esecuzione istantanea. Tale strumento, infatti, produce effetti – in

⁽¹⁰⁾ È possibile che le banche reagiscano cercando di finanziarsi con modalità esenti da *bail-in* che, risultando più “sicure” per i finanziatori, sarebbero meno onerose per le banche (ad esempio, ricorrendo a finanziamenti a brevissimo termine e, così, aumentando la strutturale fragilità che connota l'attività bancaria, v. *supra* Cap. II, §2). Si tratta di un rischio di arbitraggio segnalato, con preoccupazione, da numerosi autori, tra cui J. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible*, cit., p. 22; J. ZHOU, V. RUTLEDGE, W. BOSSU, M. DOBLER, N. JASSAUD, M. MOORE, *From bail-out to bail-in: mandatory debt restructuring of systemic financial institutions*, cit., p. 21.

Tuttavia, nel quadro europeo di gestione delle crisi bancarie tale pericolo sembra limitato alla luce del ristretto catalogo di esenzioni generali e dall'imprevedibilità della concessione di esenzioni *ad hoc*, oltre della possibilità per l'autorità di vigilanza di reagire innalzando, per la banca, il livello di MREL. In questo senso, si vedano anche T. CONLON, J. COTTER, *Anatomy of a Bail-In*, cit., p. 262 e S. GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, cit., p. 20, i quali affermano in maniera condivisibile che «*provided that the institution maintained sufficient bail-in debt to satisfy its regulator, there is no reason for concern about "contracting out"*». Anzi, la possibilità di raccogliere risorse con modalità esenti da *bail-in* sarebbe fonte, secondo quest'ultimo autore, di opportuna flessibilità per le banche, consentendo ad esse di mantenere accesso al mercato dei capitali quando le condizioni non favorevoli del mercato non rendano possibile l'emissione di ulteriori passività *bail-inable*. Al riguardo, si noti inoltre che l'emissione di passività esenti da *bail-in* riduce il rapporto tra passività *bailinable* e passività totali e pertanto, anche quando non comporta il mancato rispetto del MREL, dovrebbe tradursi per la banca interessata in un aumento del costo della raccolta relativo alle successive emissioni di passività *bailinable* (sarebbe infatti un numero proporzionalmente inferiore di creditori ad assorbire le perdite in caso di applicazione di un *bail-in*).

termini di distribuzione del patrimonio – del tutto analoghi a quelli che deriverebbero da una liquidazione coatta amministrativa ⁽¹¹⁾:

(i) i titolari di pretese che avrebbero ricevuto soddisfazione integrale in una liquidazione mantengono il loro credito verso una banca ricapitalizzata divenuta, dunque, in grado di adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni;

(ii) coloro che avrebbero ricevuto soddisfazione solo parziale ricevono un'attribuzione di valore almeno pari all'ipotetico riparto di una liquidazione concorsuale. Tale soddisfazione è assicurata attraverso il mantenimento, in tutto o in parte, della loro originaria pretesa verso la banca ricapitalizzata e/o della conversione della stessa, in tutto o in parte, in una partecipazione sociale della banca risanata. Una parte della loro originaria pretesa può essere oggetto di cancellazione;

(iii) i creditori e gli azionisti che non avrebbero ricevuto alcuna soddisfazione in una liquidazione possono ottenere una soddisfazione parziale tramite l'attribuzione o la conservazione delle azioni della banca, laddove vi sia un *surplus* di risoluzione. Ove tale *surplus* non vi sia o venga impiegato diversamente essi vedono la loro pretesa cancellata ⁽¹²⁾.

Ciò che accade con lo strumento del *bail-in* è, in poche parole, il ripristino della fondamentale correlazione tra potere e rischio. Analogamente a quanto realizzato dalle comuni procedure concorsuali quando la deviazione in senso “verticale” (ossia tra diverse categorie di titolari di pretese verso la società) diviene eccessiva (v. *supra* Cap. I, §§2.2 e 2.3), il *bail-in* trasferisce il controllo sul patrimonio del debitore ai creditori che, per effetto di tali perdite, sono divenuti i reali titolari di pretese residuali verso la banca.

Nel realizzare questo comune obiettivo, il *bail-in* ricorre a modalità che si basano sul coordinamento tra diritto societario e concorsuale. In particolare, diversamente da quanto accade di regola nelle procedure concorsuali tradizionali, lo strumento del

⁽¹¹⁾ Nel senso della sostanziale assimilabilità degli effetti del *bail-in* e degli effetti delle procedure concorsuali liquidatorie, si veda anche S. GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, cit., p. 22, il quale afferma che «*Philosophically, the function of a bail-in is no different from that of any other corporate restructuring – it is to impose losses upon the financial creditors whilst allowing trading to continue*». Nel stesso senso, si veda anche G. PRESTI, *Il bail-in*, cit., p. 347; A. SCHÄFER, I. SCHNABEL, B. WEDER DI MAURO, *Bail-in Expectations for European Banks: Actions Speak Louder than Words*, cit., p. 6.

⁽¹²⁾ Come si ricorderà, il *surplus* di risoluzione, nella misura in cui è disponibile, può essere utilizzato – oltre che per assicurare un trattamento migliorativo ad alcuni titolari di pretese rispetto a quanto essi avrebbero ricevuto in una liquidazione coatta amministrativa – anche per bilanciare l'esenzione di alcune pretese dal *bail-in* (v. *supra* Cap. III, §§3.3 e 3.4).

bail-in non trasferisce il controllo sul patrimonio ai creditori attraverso una liquidazione dello stesso e la ripartizione del ricavato tra i creditori in base alla gerarchia concorsuale delle loro pretese. Il *bail-in* interviene soltanto sul soggetto debitore che, trattandosi di banca, ha sempre natura societaria, incidendo sulla struttura finanziaria in modo da adeguare l'assetto societario alla sua reale situazione patrimoniale.

La fondamentale caratteristica del *bail-in* di intervenire solo sul soggetto-società, senza interferire con l'attivo patrimoniale e con lo svolgimento della sua attività di impresa, è all'origine di due ulteriori aspetti che costituiscono elemento di divergenza rispetto alle tradizionali procedure concorsuali.

In primo luogo, in conseguenza del fatto che il *bail-in* non prevede una liquidazione del patrimonio del soggetto debitore, le modalità di soddisfazione delle pretese creditorie divergono da quelle tipiche delle tradizionali procedure concorsuali. Le procedure concorsuali prevedono, di regola, la soddisfazione dei titolari di pretese con il denaro ricavato dalla liquidazione del patrimonio. Nel caso del *bail-in*, la soddisfazione di alcuni dei creditori viene, interamente o parzialmente, assicurata mediante l'attribuzione di azioni della banca ricapitalizzata aventi valore almeno pari a quello che i titolari delle pretese convertite avrebbero ottenuto nell'ambito di una liquidazione concorsuale della banca. Ciò, senza che si renda necessario l'assenso dei creditori a maggioranza né, tantomeno, su base individuale ⁽¹³⁾.

In sostanza, il *bail-in* instaura un'equivalenza tra il pagamento di una somma di denaro e l'attribuzione di azioni della società debitrice aventi pari valore sulla base della stima effettuata dall'esperto indipendente (v. *supra* Cap. II, §8.4) ⁽¹⁴⁾. La scelta è

⁽¹³⁾ La conversione delle pretese dei creditori in azioni, senza necessità di un loro consenso individuale, ha già un corrispondente nel nostro ordinamento. Si è visto, infatti, come una proposta di concordato preventivo possa prevedere la conversione delle pretese di una classe di creditori in partecipazioni della società debitrice (v. *supra* Cap. I, §2.3). Tale conversione – che la giurisprudenza è solita ricondurre ad una *datio in solutum* e che, dunque, appare assimilabile sotto questo profilo al *bail-in* (v. *supra* Cap. III, §5.2 e, in specie, la nt. 130) – può avvenire anche laddove la classe di creditori interessati dalla conversione abbia espresso il proprio dissenso, qualora ricorrano comunque i presupposti per l'omologazione da parte del tribunale della proposta di concordato (in specie, qualora in presenza di opposizioni *ex art.* 180, comma 4, l.f., il tribunale accerti che i creditori appartenenti alla classe dissenziente otterranno, per effetto della proposta, un trattamento almeno pari a quello che sarebbe loro spettato nelle «*alternative concretamente praticabili*», espressione in merito alla quale si veda anche *supra* Cap. II, §6.1).

⁽¹⁴⁾ Tale equivalenza è dimostrata dalle modalità con cui è previsto che debba essere valutato il rispetto del fondamentale principio dell'assenza di pregiudizio (sul quale, si veda più ampiamente

stata quella di prevedere che i creditori, di fronte alla crisi di una banca, non abbiano diritto ad ottenere un pagamento in denaro, benché parziale, della loro pretesa, ma possono essere liberamente soddisfatti mediante l'assegnazione di partecipazioni sociali. Tale equivalenza non dovrebbe sorprendere se si considera che, nella struttura delle società di capitali, i soci sono quei creditori residuali cui sono attribuiti, oltre che diritti economici, anche diritti amministrativi alla luce degli incentivi cui sono esposti in virtù di tale posizione (v. *supra* Cap. I, §1.2) ⁽¹⁵⁾. La partecipazione sociale non è diversa, in questa prospettiva, da un credito, incerto nel *quantum*, cui sono associati anche dei poteri di gestione del patrimonio, tra cui anche quello di disporre la liquidazione volontaria del patrimonio ai fini della trasformazione della partecipazione in denaro (nella misura residuante dalla previa soddisfazione dei creditori). Come si vedrà meglio, l'equivalenza tra soddisfazione in denaro e soddisfazione mediante l'attribuzione di una partecipazione sociale, lungi dal porsi in contrasto con l'ordinamento giuridico italiano, appare coerente con la attuale tendenza alla “finanziarizzazione” dell'investimento in capitale (v. *infra* §7.2).

supra Cap. II, §6.1). L'art. 6, paragrafi 2 e 3, della bozza di norme tecniche in materia di valutazione “successiva” elaborate dall'EBA ai sensi dell'art. 74, par. 4, della direttiva BRR prevede che «*In order to assess the actual treatment of shareholders and creditors existing immediately prior to resolution in cases where they receive equity compensation in resolution, the valuer shall provide an estimate of the overall value of shares transferred or issued as consideration to holders of converted capital instruments or to bailed-in creditors [...] based on the assessed market price*». Sul tema, si veda anche quanto detto in merito al contenuto della valutazione “successiva” al Capitolo II, §8.4.

⁽¹⁵⁾ Inoltre, da un punto di vista pratico, si consideri che – in ragione della superiorità del *bail-in* rispetto alla liquidazione coatta amministrativa nella conservazione del valore del patrimonio della banca – i creditori sottoposti a conversione traggono di regola una soddisfazione maggiore rispetto a quanto avrebbero ottenuto se il patrimonio della banca fosse stato sottoposto a liquidazione. Pertanto, i creditori convertiti ottengono solitamente un vantaggio da tale equivalenza, al di là delle eventuali differenti preferenze di investimento e dei limiti all'assunzione di partecipazioni sociali che singoli creditori potrebbero avere. Sul tema, si veda anche S. GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, cit., p. 10, il quale condivisibilmente sostiene che le procedure concorsuali esistenti (ad esempio, il Chapter 11) consentono già di attribuire una partecipazione sociale ai creditori senza il loro individuale consenso e, dunque, chi finanzia una società commerciale, implicitamente, accetta sempre la possibile trasformazione della propria pretesa in una partecipazione sociale. Argomenti in questo senso possono ricavarsi, inoltre, dalla recente giurisprudenza di legittimità (Cass., sez. I, 7 maggio 2014, n. 9841, in *Fallimento*, 2015, pp. 59 ss.) secondo cui l'attribuzione di azioni ai creditori nell'ambito di un concordato preventivo non richiede il consenso individuale dei creditori, anche quanto i creditori convertiti siano banche e, dunque, siano generalmente sottoposti ai limiti all'acquisto di partecipazioni in imprese non finanziarie stabiliti dalle Istruzioni di Vigilanza (circolare della Banca d'Italia n. 229 del 21 aprile 1999).

In secondo luogo, diversamente dalle tradizionali procedure concorsuali, lo strumento del *bail-in* – poiché incide solo sulla struttura finanziaria del soggetto-debitore, senza imporre la liquidazione del suo patrimonio – consente di lasciare, di regola, immutate le pretese di coloro che avrebbero ottenuto integrale soddisfazione nell'ambito di una liquidazione coatta amministrativa ⁽¹⁶⁾. In sostanza, il *bail-in* coinvolge soltanto un numero limitato di creditori della banca in crisi, consentendo a tutti gli altri di mantenere immutato il loro diritto di credito verso la banca ricapitalizzata (che, poiché ripatrimonializzata, dovrebbe essere in grado di farvi fronte nei termini e alle condizioni originari). Da questo punto di vista, lo strumento del *bail-in* appare meno invasivo delle comuni procedure concorsuali, che determinano l'immediata scadenza di tutti i rapporti passivi del debitore, così da consentirne la soddisfazione con il ricavato della liquidazione ⁽¹⁷⁾.

⁽¹⁶⁾ La non sottoposizione a conversione in azioni delle pretese di coloro che, in una liquidazione coatta amministrativa, avrebbero ricevuto soddisfazione integrale si basa sul presupposto ragionevole che il *bail-in* conservi il valore del patrimonio della banca in maniera più efficace rispetto alle procedure concorsuali liquidatorie e che il valore di *going concern* sia superiore, nel caso concreto, al valore di *gone concern* (ossia che l'EBIT della banca sia positivo o, comunque, vi siano margini per riportare la stessa, in tempi brevi, a redditività). In presenza di questi due presupposti, si determina infatti un *surplus* di risoluzione che può essere utilizzato per ricapitalizzare la banca. Tuttavia, non può escludersi che anche i creditori che avrebbero ricevuto integrale soddisfazione in una liquidazione coatta amministrativa (fatti salvi i creditori assistiti da garanzia capiente, v. *supra* Cap. III, §3.3) vedano, ove necessario, la loro pretesa, in tutto o in parte, convertita in partecipazioni sociali della banca ricapitalizzata, purché il valore complessivo ad essi attribuito (ossia, la sommatoria tra la quota di pretese eventualmente non convertita e le azioni attribuite) sia quantomeno pari al valore nominale originario del loro credito. Tale possibilità è un portato chiaro della descritta equivalenza tra soddisfazione in denaro e soddisfazione tramite attribuzione di una partecipazione sociale di pari valore, di cui si è detto sopra nel testo.

⁽¹⁷⁾ Si veda l'art. 55 l.f. che, oltre a disporre che i debiti pecuniari dell'imprenditore fallito si considerano scaduti alla data della dichiarazione di fallimento, prevede che, agli effetti del concorso, i debiti non garantiti da una causa di prelazione capiente cessano di produrre interessi dalla medesima data. L'immediata esigibilità di tutti i debiti pecuniari, anche se destinati a ricevere soddisfazione integrale, appare un'inevitabile conseguenza delle caratteristiche del meccanismo posto alla base delle tradizionali procedure concorsuali che, come si è più volte detto, si basa sullo spossessamento del patrimonio del debitore, sulla sua integrale trasformazione in denaro e sulla distribuzione del ricavato ai creditori. L'effetto è che, terminati tali adempimenti, non vi è più un patrimonio su cui i creditori dell'imprenditore fallito possano soddisfarsi (salvo il caso, marginale ai fini della presente analisi, in cui l'imprenditore persona fisica torni *in bonis* dopo la chiusura della procedura e non sia intervenuta esdebitazione). Pertanto, è necessario che tutti i creditori siano soddisfatti nei limiti e nei tempi previsti dalla procedura.

Al contrario, la sottoposizione di una banca a risoluzione, anche se seguita da una dichiarazione di insolvenza (v. *supra* Cap. III, §7.2), non determina la scadenza dei debiti pecuniari (diversamente da quanto accade in caso di fallimento, cfr. art. 55, comma 2, l.f.) e non è di per sé titolo

Alla luce di quanto osservato, lo strumento del *bail-in* sembra realizzare l'obiettivo del ripristino dell'equilibrio tra potere di controllo e rischio di impresa direttamente mediante l'adeguamento della forma (intesa come l'assetto di controllo della società in crisi) alla sostanza economica (intesa come situazione patrimoniale effettiva, che vede i soci aver perso il loro investimento e alcuni creditori essere divenuti i reali titolari di pretese residuali). La possibilità di intervenire sulla struttura finanziaria della banca al fine di realizzare tale obiettivo consente di coinvolgere il numero minore di soggetti (ossia, solo i creditori la cui pretesa è in tutto o in parte ridotta in quanto incapiente o convertita in azioni), trasferendo il controllo sul patrimonio del debitore, con modalità sostanzialmente istantanee, soltanto a quei creditori che – in ragione della collocazione della loro pretesa nell'ambito della gerarchia concorsuale – si trovano in una posizione residuale che li espone ad incentivi ottimali (v. *supra* Cap. I, §1.2). Ciò senza che i “vecchi” soci possano godere di un potere di veto che, storicamente, gli è stato riconosciuto su tutte le operazioni incidenti sulla struttura societaria in virtù del mancato coordinamento tra diritto societario e concorsuale e che gli è spesso valsa la possibilità di estrarre valore a discapito dei creditori (v. *supra* Cap. I, §§3.1 e 3.2). Il risultato è quello di rimettere ai creditori “residuali” ⁽¹⁸⁾ la scelta tra proseguire l'attività bancaria o interromperla, secondo le modalità ordinariamente previste per l'adozione delle scelte fondamentali

che consente ai terzi contraenti di esercitare un diritto di recesso o di sospendere l'esecuzione del contratto (art. 65, comma 3, Decreto BRR).

(18) Per creditori “residuali” si intendono i creditori che hanno un interesse effettivo e attuale rispetto all'alternativa tra liquidazione coatta amministrativa della banca e sua sottoposizione ad un *bail-in*, in quanto la capacità di quest'ultimo strumento di assicurare una maggiore capacità di conservazione del valore del patrimonio della banca garantita dovrebbe permettere loro di ottenere una soddisfazione migliore rispetto a quanto avverrebbe in uno scenario liquidatorio. Non rientrano, dunque, all'interno di tale categoria quei creditori privi di interesse rispetto alle modalità di gestione della crisi bancaria poiché, sia in caso di liquidazione coatta amministrativa sia in caso di *bail-in*, non riceverebbero alcuna soddisfazione e oppure riceverebbero soddisfazione integrale. È tra tali creditori che dovrebbero collocarsi i titolari di pretese convertite in azioni nell'ambito del *bail-in* (benché tra coloro che vedono le loro pretese convertite possano, eccezionalmente, esservi anche creditori che avrebbero ricevuto integrale soddisfazione in una liquidazione coatta amministrativa, purché nel rispetto del principio dell'assenza di pregiudizio; v. *supra* nt. 16).

In ragione della struttura del passivo delle banche, tipicamente molto articolata, la categoria dei creditori “residuali”, come sopra identificata, non coincide sempre con quella dei creditori chirografari (potendo, ad esempio, comprendere, in relazione all'entità delle perdite, soltanto i titolari di obbligazioni che danno diritto a pretese contrattualmente subordinate).

per la vita della società⁽¹⁹⁾. Si tratta di una soluzione che appare efficiente in quanto evita che i creditori debbano sempre sopportare la perdita secca di valore solitamente connessa con il passaggio da una prospettiva di continuità aziendale ad una prospettiva di liquidazione, rimettendo ad essi la scelta tra le opzioni concretamente prospettabili⁽²⁰⁾. Ciò, peraltro, non impedisce che il singolo creditore convertito che dissenta dalla volontà della maggioranza di proseguire l'attività possa cedere sul mercato le proprie azioni ottenendo, comunque, una trasformazione in denaro del suo diritto⁽²¹⁾.

In definitiva, lo strumento del *bail-in* sembra essere il primo meccanismo concorsuale previsto dall'ordinamento italiano che prende compiutamente atto del valore della struttura societaria quale mezzo di soddisfazione dei creditori di una società di capitali che si trovi in una situazione di squilibrio patrimoniale e/o finanziario. Esso non sembra essere un corpo estraneo all'interno della disciplina concorsuale italiana, ma un passo in avanti (o, meglio, un notevole "balzo") nel percorso di crescente integrazione tra diritto societario e diritto concorsuale intrapreso a livello nazionale ed internazionale (v. *supra* Cap. I, §§3.2 e 3.3).

Sebbene alcune caratteristiche del *bail-in* riflettano, inevitabilmente, interessi pubblici connessi all'esigenza di ordinata gestione delle crisi bancarie (v. *infra* §5), tale strumento potrebbe senz'altro offrire rilevanti spunti in tema di trattamento dei soci e dei creditori in caso di crisi societarie. Infatti, le considerazioni svolte in questo paragrafo in ordine alle caratteristiche fondamentali del meccanismo di ricapitalizzazione "interna" oggetto del *bail-in* e, in particolare, alla sua sostanziale

(19) La liquidazione della società potrebbe, a questo punto, avvenire *in bonis*. In tal caso, la deliberazione di scioglimento anticipato della società e sottoposizione della stessa a liquidazione volontaria (art. 2484, comma 1, n. 6, c.c.) richiederebbe le particolari maggioranze indicate dall'art. 2369, comma 5, c.c. Si tenga, tuttavia, presente che il coinvolgimento di interessi pubblici fondamentali nell'attività bancaria fa sì che, ai fini della sottoposizione di una banca a liquidazione volontaria, non è sufficiente l'adozione da parte dei soci di una deliberazione ai sensi dell'art. 2484, comma 1, n. 6, c.c. (qualora la banca abbia forma di società per azioni), ma richiede il previo positivo accertamento da parte della Banca d'Italia della presenza di tutte le condizioni necessarie affinché la liquidazione possa essere svolta in maniera «regolare» (art. 96-*quinquies*, comma 1, TUB).

(20) In merito a questa perdita, che corrisponde a quel valore comunemente indicato come valore di *going concern*, si veda *infra* nt. 36.

(21) La banca ricapitalizzata per effetto dell'applicazione di un *bail-in* ha sempre natura di società per azioni. Infatti, nel caso in cui la banca sottoposta a risoluzione sia una banca di credito cooperativo, l'autorità di risoluzione – prima di applicare il *bail-in* – deve trasformare la stessa in una società per azioni in esercizio del potere riconosciutogli ai sensi dell'art. 48, comma 2, Decreto BRR.

natura di procedura concorsuale “virtuale” ad esecuzione istantanea (che opera sulla struttura della società debitrice, e non sul suo patrimonio) sembrano avere carattere generale e, pertanto, prescindono dalla natura bancaria del debitore (22).

Non sarebbe, in fondo, la prima volta che il diritto bancario svolge la funzione di “apripista” per il diritto comune delle società (23). Inoltre, le linee evolutive identificabili all’interno dell’ordinamento nazionale sembrano determinare un contesto benevolo rispetto alla generalizzazione di meccanismi di trasferimento del controllo ai creditori operanti sulla struttura finanziaria della società (v. *infra* §7). Gli eventi traumatici innescati dalla recente crisi finanziaria paiono aver aperto spiragli

(22) A dimostrazione del fatto che le modalità con cui il *bail-in* realizza il trasferimento ai creditori del controllo non sono espressione di peculiarità concernenti l’attività bancaria, ma rispondono invece ad una comune istanza di efficienza dei meccanismi di superamento delle situazioni di squilibrio patrimoniale e/o finanziario nelle società, due aspetti sembrano significativi:

(i) la disciplina della risoluzione bancaria prevede anche strumenti che appaiono “tradizionali” sotto il profilo del meccanismo di trasferimento ai creditori come, ad esempio, la vendita dell’attività di impresa, quando abbia ad oggetto parte del patrimonio della banca (e non le azioni della stessa), o la *bridge bank*, che consiste nella creazione di un veicolo cui conferire parte dell’azienda bancaria (v. *supra* Cap. II, §5.4);

(ii) il Dodd-Frank Act prevede un meccanismo che, negli effetti, è molto simile al *bail-in*, senza tuttavia incidere sulla struttura finanziaria della società: il patrimonio della banca in crisi viene, infatti, conferito ad una società di nuova costituzione e le azioni di questa *newco* sono attribuite in soddisfazione di alcuni dei creditori della banca trasferiti; i creditori non trasferiti alla *newco* non trovano alcun patrimonio su cui soddisfarsi e, pertanto, non ricevono alcuna soddisfazione (v. il Titolo II del Dodd-Frank Act, per la cui analisi si rimanda a D.A. SKEEL JR., *Single Point of Entry and the Bankruptcy Alternative*, cit., pp. 321 ss., e a J.H. SOMMER, *Why Bail-In? And How!*, in *FRBNY Economic Policy Review*, dicembre 2014, pp. 2017 ss. e, ivi, pp. 223 ss., reperibile all’indirizzo www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/2014/1412somm.pdf).

(23) Si pensi, ad esempio, a quanto accaduto in occasione della riforma organica del diritto societario del 2003, che ha attribuito portata generale a molti dei principi e doveri previsti per il collegio sindacale delle banche (cfr. F. D’ANGELO, *Il collegio sindacale nelle società bancarie*, in *Il collegio sindacale: le nuove regole*, a cura di R. Alessi, N. Abriani, U. Morera, Milano, 2007, pp. 557 ss. e, ivi, pp. 563 ss.) e, in materia di gruppi, ha introdotto nel diritto societario comune la disciplina dell’attività di direzione e coordinamento già disciplinata dal d.lgs. 20 novembre 1990, n. 356 e poi confluita agli artt. 61 ss. del TUB.

La stessa sorte è toccata al principio di adeguatezza dell’organizzazione amministrativa e contabile e del sistema dei controlli interni che, da principio speciale concernente soltanto le banche (art. 53 TUB), ha assunto con la riforma organica del diritto societario del 2003 valenza di principio generale valido per tutte le società di capitali. Cfr. V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull’art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, I, pp. 5 ss. e p. 14.

Il carattere comune a tutti i sistemi economici degli interessi pubblici che sono all’origine della costante pressione verso un avanzamento del quadro normativo applicabile alle banche fa sì che il diritto bancario svolga una funzione di laboratorio del diritto comune delle società anche in altri ordinamenti, P.H. CONAC, *Director’s Duties in Groups of Companies—Legalizing the Interest of the Group at the European Level*, in *European Company and Financial Law Review*, 2013, pp. 194 ss. e, ivi, p. 211.

verso il definitivo superamento del “monopolio” dei soci sullo strumento societario in caso di crisi.

3. Il peso della tradizione nell’assetto delle procedure concorsuali

Nella prospettiva di un ripensamento dei meccanismi di gestione della crisi delle società di capitali, occorre adesso riprendere quanto rilevato nel Capitolo I al §2.3, in merito ai motivi storici alla base della tradizionale resistenza a prevedere meccanismi coattivi di trasferimento del controllo ai creditori mediante ricorso allo strumento societario, senza agire sul patrimonio. Per secoli, infatti, il trasferimento del controllo ai creditori ha assunto la forma di uno spossessamento del patrimonio del debitore e della sua liquidazione. Le ragioni per cui tale meccanismo concorsuale ha rappresentato, così a lungo, il modello assolutamente egemone sono molteplici.

In primo luogo, tali ragioni vanno ricercate nell’origine storica delle procedure concorsuali, nate nell’alveo del diritto processuale come proiezione collettiva delle procedure di esecuzione forzata individuali ⁽²⁴⁾. Tale matrice processualcivilistica ha influenzato profondamente i principi alla base delle procedure concorsuali, incluse quelle diverse dal fallimento ⁽²⁵⁾; se ciò non appare irragionevole nell’ipotesi in cui l’insolvenza colpisca l’imprenditore persona fisica, come accadeva con grande frequenza in passato, il ricorso a principi mutuati dall’esecuzione forzata individuale

⁽²⁴⁾ Per una visione delle procedure concorsuali come forma di «*esecuzione forzata collettiva e generale*» si veda A. ROCCO, *Il fallimento*, Torino, 1917, pp. 85 ss.; A. CANDIAN, *Il processo di fallimento*, Padova, 1934, pp. 35 ss.; R. PROVINCIALI, *Manuale di diritto fallimentare*, I, Milano, 1955, pp. 3 ss.; S. SATTA, *Istituzioni di diritto fallimentare*, Roma, 1953, p. 30; G. CHIOVENDA, *Istituzioni di diritto processuale civile*, I, Napoli, 1935, p. 165. Più recentemente, F. FERRARA JR., *Il fallimento*, cit., in prefazione.

⁽²⁵⁾ L’influenza dei principi propri della disciplina dell’esecuzione forzata si è estesa, per il tramite del fallimento, anche alle procedure concorsuali che sono prive di una funzione esecutiva, poiché al contrario predisposte «*proprio al fine di evitare ogni esecuzione, singolare o concorsuale*». Per tali procedure è stata prevista, infatti, «*una struttura modellata sullo stesso cliché di quella fallimentare, con analogo – anche se quantitativamente diversa – portata di indisponibilità [del patrimonio] e di “sostituzione” [dell’attività del debitore con quella degli organi della procedura]*». Così, A. DE MARTINI, *Il patrimonio del debitore nelle procedure concorsuali*, Milano, 1956, p. 6, esprimendo forti perplessità in merito all’opportunità di inquadrare le altre procedure concorsuali diverse dal fallimento (in specie, concordato preventivo e amministrazione controllata) tramite l’«*estensione dei principi studiati soltanto in relazione al fallimento*».

Sul tema, si veda anche quanto rilevato da L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., p. 184 ss.

risulta, come si dirà meglio, inadeguato nell'ipotesi ormai del tutto prevalente di insolvenza di una società di capitali ⁽²⁶⁾.

In secondo luogo, ha concorso a conformare le tradizionali procedure concorsuali quali meccanismi di liquidazione del patrimonio la radicata concezione della posizione dei soci in termini di proprietà, invece che in termini di investimento come si ritiene oggi più corretto. Sul tema, si tornerà più avanti al fine di evidenziare l'evoluzione della percezione della partecipazione sociale all'interno dell'ordinamento italiano (v. *infra* §7.2).

Un ulteriore elemento da ricomprendere tra le ragioni che, dal punto di vista storico, hanno condotto la disciplina delle procedure concorsuali a concentrarsi sul patrimonio può identificarsi nel carattere eminentemente punitivo del diritto concorsuale ⁽²⁷⁾. Il fallimento – che ha poi svolto il ruolo di paradigma anche per le altre procedure concorsuali ⁽²⁸⁾ – è stato a lungo visto come uno strumento volto all'eliminazione dal mercato dell'imprenditore che, divenendo insolvente, ha “frodato” i propri creditori ⁽²⁹⁾. Tale eliminazione doveva avvenire mediante lo spossamento del patrimonio del debitore, spesso costringendo così ad una liquidazione atomistica dello stesso a fronte della difficoltà nel cedere l'azienda in blocco in un contesto in cui l'esercizio provvisorio dell'impresa del fallito era visto come una *extrema ratio* ⁽³⁰⁾ e, comunque, lo sviluppo tecnologico non aveva ancora

⁽²⁶⁾ In merito ai dati sull'incidenza delle procedure concorsuali che coinvolgono società di capitali in Italia, si veda *supra* §3.2, nt. 121.

⁽²⁷⁾ La percezione comune dell'insolvenza è a lungo stata efficacemente sintetizzata dal noto aforisma «*si fallitus, ergo fraudator*», secondo cui l'imprenditore fallito deve presumersi soggetto che ha perpetrato una frode (l'espressione risale a BALDO DEGLI UBALDI, *Consilia*, vol. V, Venezia, 1574, n. 382). Per una ricostruzione storica della percezione sociale del fallimento, si rimanda più approfonditamente a L. STANGHELLINI, *La genesi e la logica della legge fallimentare del 1942*, cit., pp. 142 ss.; F. D'ALESSANDRO, "L'inutil precauzione?" (Ovvero: dell'insolvenza come esternalità e della funzione profilattica del capitale), cit., pp. 343 ss.

⁽²⁸⁾ Cfr. *supra* nt. 25.

⁽²⁹⁾ In questo senso, L. STANGHELLINI, *La crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., pp. 157 ss. Si noti che il carattere sanzionatorio del diritto concorsuale è stato, almeno per il fallimento, pacifico sino poco più di quaranta anni fa, cfr. F. FERRARA JR., *Il fallimento*, cit., in prefazione, il quale sosteneva che il fallimento «*per un verso è sanzione personale e per un verso è una esecuzione collettiva*».

⁽³⁰⁾ La disciplina previgente alle riforme del 2006-2007, volte all'ammodernamento del diritto concorsuale italiano, subordinava l'esercizio provvisorio dell'impresa – necessario ai fini di mantenere la continuità aziendale e cedere in blocco beni del debitore fallito – alla sussistenza di un pregiudizio «*grave e irreparabile*» in caso di improvvisa interruzione dell'attività di impresa. La diffidenza con cui era guardato l'istituto dell'esercizio provvisorio era espressamente riconosciuta dallo stesso legislatore, come emerge dalla Relazione al Re dell'allora Ministro della Giustizia Grandi sulla riforma fallimentare

reso la persona dell'imprenditore elemento secondario ai fini dell'esercizio dell'azienda. Il ricorso a queste modalità di eliminazione dal mercato dell'imprenditore insolvente erano pensate, evidentemente, per l'ipotesi in cui l'imprenditore fosse una persona fisica, complice l'assoluta prevalenza di questa ipotesi sotto un profilo quantitativo. È chiaro, tuttavia, che lo spossessamento del patrimonio dell'imprenditore insolvente appare esorbitante rispetto all'obiettivo di espellerlo dal mercato nell'ipotesi in cui il debitore sia una società: la natura puramente fittizia dell'attribuzione di soggettività giuridica alle società di capitali (v. *supra* Cap. I, §1.1) non richiederebbe di eliminare la struttura societaria ma, al più, chi l'ha amministrata e chi vi ha partecipato. Sebbene l'evoluzione moderna del diritto concorsuale abbia ormai condotto al superamento del tradizionale carattere punitivo delle procedure concorsuali e, dunque, l'eliminazione dell'imprenditore insolvente dal mercato abbia cessato di essere un obiettivo del diritto concorsuale ⁽³¹⁾, l'impostazione delle procedure concorsuali è rimasta "figlia" di tale finalità e del contesto in cui è sviluppata (dominato dal modello dell'impresa individuale) con l'effetto di far sì che tali procedure si concentrino, tradizionalmente, solo sul patrimonio.

del 1942, ove si affermava che *«per quel che riguarda l'esercizio provvisorio è stato mantenuto il principio già stabilito dalla legge del 1930 che, considerando con particolare sfavore questo istituto, attribuì la competenza per la concessione al tribunale, anziché al giudice delegato»*.

⁽³¹⁾ La natura recessiva della connotazione sanzionatoria del diritto concorsuale è ben nota. Nell'ultimo decennio, il legislatore italiano è intervenuto rimuovendo molti degli elementi afflittivi per il debitore previsti dal nostro ordinamento (cfr. L. STANGHELLINI, *La genesi e la logica della legge fallimentare del 1942*, cit., pp. 194 ss.). Richiederà invece ancora del tempo l'eliminazione della sanzione reputazionale che, nella cultura italiana, resta associata all'insolvenza (in questa direzione va lo schema di legge delega per la riforma organica delle procedure concorsuali elaborato dalla "Commissione Rordorf", che prevede di *«sostituire il termine "fallimento", e suoi derivati, con espressioni equivalenti, quali "insolvenza" o "liquidazione giudiziale"»*, cfr. art. 2, comma 1, lett. a).

Il superamento del carattere punitivo del diritto concorsuale, oltre che in Italia, ha riguardato, negli ultimi anni, molti ordinamenti. Nell'ambito dell'Unione europea tale superamento è stato, a più riprese, richiesto anche dalla Commissione europea. In questo senso, si veda, da ultimo, la Raccomandazione della Commissione del 12 marzo 2014 su un nuovo approccio al fallimento delle imprese e all'insolvenza che, al considerando n. 20, prevede che *«Gli effetti del fallimento, in particolare la stigmatizzazione sociale, le conseguenze giuridiche e l'incapacità di far fronte ai propri debiti sono un forte deterrente per gli imprenditori che intendono avviare un'attività o ottenere una seconda opportunità, anche se è dimostrato che gli imprenditori dichiarati falliti hanno maggiori probabilità di avere successo la seconda volta. È opportuno pertanto adoperarsi per ridurre gli effetti negativi del fallimento sugli imprenditori»*. In merito all'importanza, ai fini dell'efficienza del sistema economico, della concessione agli imprenditori onesti falliti di una seconda opportunità (c.d. *fresh start*), si veda l'analisi compiuta da J. ARMOUR, D. CUMMING, *Bankruptcy law and entrepreneurship*, in *American Law and Economics Review*, 2008, pp. 303 ss.; F.M. FOSSEN, *Personal Bankruptcy Law, Wealth, and Entrepreneurship. Evidence from the Introduction of a "Fresh Start" Policy*, in *American law and economics review*, 2014, pp. 269 ss.

Come in più occasioni detto, tale assetto tradizionale – basato su una netta scissione tra l’ambito di operatività del diritto societario e del diritto concorsuale – ha iniziato a mostrare, soltanto in tempi più recenti, qualche scricchiolio (v. *supra* Cap. I, §§3.2 e 3.3). Invero, negli Stati Uniti l’esigenza di superare il modello tradizionale dello spossessamento e della successiva liquidazione del patrimonio del debitore è stata avvertita, per ragioni storiche, molto tempo prima rispetto a quanto accaduto in Europa. Verso la fine dell’800, infatti, si verificò una profonda crisi del settore ferroviario, dovuta all’eccesso di linee rispetto alle effettive esigenze dell’epoca, che condusse moltissime società del settore all’insolvenza ⁽³²⁾. Di fronte alla mancanza di soggetti interessati all’acquisto delle linee, alle rilevanti dimensioni assunte da tali società (tra le maggiori nel panorama economico statunitense dell’epoca) e in considerazione delle ingentissime perdite che sarebbero emerse per effetto della liquidazione disaggregata del patrimonio di queste società (le linee avrebbero dovuto essere smontate e vendute come metallo grezzo), i giudici americani – sfruttando il loro potere di decidere secondo equità – predisposero un’alternativa all’applicazione del modello tradizionale alla base delle procedure concorsuali: rinviando nel tempo la liquidazione del patrimonio, si dava la possibilità ai creditori di organizzarsi costituendo una nuova società che avrebbe formulato una proposta di acquisto in blocco del patrimonio con pagamento del prezzo mediante compensazione delle pretese dei creditori acquirenti ⁽³³⁾.

⁽³²⁾ Tra il 1873 e il 1900 circa un terzo delle circa settecento società che gestivano linee ferroviarie divennero insolventi e, in alcuni anni, le società sottoposte a procedura concorsuale rappresentavano circa il 20% dell’intera rete ferroviaria americana. I dati provengono da H.H. SWAIN, *Economic Aspects of Railroad Receiverships*, in *Proceedings of the American Economic Association*, vol. 3, n. 2, New York, 1898, pp.70 ss. e sono riportati da D.A. SKEEL, *Debt’s Dominion: A History of Bankruptcy Law in America*, Princeton University Press, 2001, pp. 52 ss., al quale si rimanda per maggiori dettagli sulla vicenda della crisi che investì verso il settore ferroviario americano verso la fine del XIX secolo.

⁽³³⁾ Per effetto di questa operazione, i creditori non assistiti da una causa di prelazione capiente vedevano la loro pretesa convertita in azioni della società di nuova costituzione, cui era integralmente trasferito l’attivo patrimoniale della società debitrice; le pretese dei creditori capienti (in quanto, ad esempio, assistiti da garanzia reale o da un’altra causa di prelazione che avrebbe comunque assicurato loro l’integrale soddisfazione) erano trasferite, insieme all’attivo patrimoniale, alla società di nuova costituzione e, pertanto, venivano soddisfatte dalla nuova società *in bonis* nei tempi e secondo le modalità previste originariamente dal relativo titolo. Per approfondimenti sulla struttura di tale operazione si rimanda a D.A. SKEEL, *Debt’s Dominion: A History of Bankruptcy Law in America*, cit., pp. 52 ss., D.G. BAIRD, *Elements of Bankruptcy*, West Academic, 2014, pp. 59 ss. e a L. STANGHELLINI, *La crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., pp. 157 ss.

Sebbene questa soluzione non arrivasse sino al superamento del limite formale dell'intangibilità per i creditori del soggetto debitore, conduceva a risultati simili a quelli derivanti dall'utilizzo della struttura finanziaria della società debitrice al fine di trasferire il controllo ai creditori (v. *supra* Cap. I, §3.2). Non è difficile scorgere come tale soluzione coincida, nei suoi termini essenziali, con quanto previsto oggi dal Dodd-Frank Act per il salvataggio delle banche in crisi (v. *supra* nt. 22) e, quantomeno sul piano degli effetti, dallo stesso *bail-in* bancario (v. *supra* §2). Come per la recente disciplina delle crisi bancarie, anche nel caso del meccanismo previsto dai giudici americani la motivazione per rompere l'inerzia della tradizione – che vuole, come visto, che all'insolvenza segua la sequenza spossessamento e liquidazione del patrimonio – è stata fornita da circostanze di mercato eccezionali ⁽³⁴⁾. Tuttavia, anche una volta venute meno tali circostanze, il meccanismo utilizzato per le società ferroviarie – grazie alla migliore capacità di conservare il valore del patrimonio del debitore rispetto alla liquidazione – non venne abbandonato e, anzi, fu esteso a tutte le crisi di impresa nell'ambito dell'ordinamento statunitense, ponendo poi le basi per quella che oggi è la disciplina della *corporate reorganization* prevista dal Chapter 11 ⁽³⁵⁾. Ciò che potrebbe adesso accadere per il meccanismo di ricapitalizzazione “interna” previsto dal *bail-in* bancario.

4. La struttura societaria come mezzo efficiente di soddisfazione dei creditori

L'opportunità di sfruttare la struttura societaria al fine di trasferire il controllo sul patrimonio sociale ai creditori – secondo il modello della ricapitalizzazione “interna” offerto dal *bail-in* bancario – richiede una valutazione dei connessi costi e benefici.

⁽³⁴⁾ Le circostanze di mercato relative al settore ferroviario coincidono, in buona sostanza, con quelle che hanno interessato, in tempi recenti, il settore bancario e che hanno stimolato la predisposizione di una disciplina specifica per la gestione, con forme alternative alla liquidazione, delle crisi bancarie: una profonda e diffusa crisi che rende molto difficile trovare un soggetto disposto ad acquistare in blocco il patrimonio della società in dissesto e la necessità di mettere in conto ingentissime perdite nell'ipotesi in cui si proceda ad una liquidazione disaggregata del patrimonio sociale (v. *supra* Cap. II, §2, in specie nt. 16). A ben vedere, lo scenario che alla fine dell'800 caratterizzava il settore ferroviario e che, recentemente, si è materializzato nel settore bancario non è dissimile, sotto molti aspetti, da quello in cui si trovano attualmente molti altri settori industriali e finanziari per effetto dell'attuale recessione.

⁽³⁵⁾ In questo senso, si veda D.G. BAIRD, *Elements of Bankruptcy*, cit., p. 60 e L. STANGHELLINI, *La crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., pp. 166 (nt. 19).

Al riguardo, sul piano dei vantaggi, occorre in primo luogo richiamare quanto detto nel §2 in merito al *bail-in*: intervenendo soltanto sul soggetto, si limita il novero dei soggetti coinvolti dalla procedura lasciando intatte le pretese dei creditori non toccati dalle operazioni di riduzione e conversione e si evita il materializzarsi della perdita di valore solitamente associata alla liquidazione (ferma tuttavia la possibilità per i creditori convertiti in azionisti di deliberare, a maggioranza, la liquidazione del patrimonio) ⁽³⁶⁾.

Oltre a ciò, l'istantaneità del trasferimento assicurata dal meccanismo concorsuale alla base dello strumento del *bail-in* dovrebbe tradursi in una riduzione dei costi di procedura sopportati direttamente o indirettamente, per il tramite della società, dai creditori. Sotto il profilo dei costi diretti, la sospensione delle azioni esecutive e cautelari dei creditori, per quanto necessaria ai fini di consentire la predisposizione di un'efficiente soluzione concordata della crisi, può determinare spesso ripercussioni sull'equilibrio finanziario dei creditori sottoposti alla moratoria. Sotto il profilo dei costi indiretti, lo spossessamento del patrimonio del debitore e la sua gestione in vista di una liquidazione può protrarsi a lungo, stante la necessità di identificare soggetti disposti ad acquistare i beni del debitore per un corrispettivo giudicato soddisfacente e di perfezionare con questi la vendita ⁽³⁷⁾. Un meccanismo

⁽³⁶⁾ La perdita associata alla liquidazione cui ci si riferisce è la perdita secca (c.d. *deadweight loss*) che generalmente si verifica per effetto del passaggio dalla continuità aziendale ad una prospettiva liquidatoria. Il valore perduto è indicato, spesso, come valore di *going concern*, concetto sfuggente ma ormai del tutto assimilato dalla nostra letteratura giuridica. Sul tema, si veda L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., p. 68. Malgrado le procedure concorsuali previste dall'ordinamento italiano consentano di proseguire l'attività di impresa in pendenza della procedura, le caratteristiche e la comune percezione di tali procedure rendono, di fatto, impossibile in molti casi mantenere la continuità aziendale (si veda, al riguardo, la successiva nota).

Sebbene la perdita di valore connessa con la liquidazione del patrimonio riguardi, in misura particolarmente marcata, le imprese bancarie (v. *supra* Cap. II, §2, nt. 16), si tratta di un fenomeno comune a quasi tutte le imprese. Tuttavia, è possibile in taluni casi che la liquidazione disaggregata del patrimonio risulti la soluzione più conveniente nel caso di imprese aventi costi operativi maggiori dei ricavi (ossia, un EBIT negativo) e nessuna prospettiva ragionevole di essere portata a redditività (ad esempio, riducendo il personale o ammodernando alcuni impianti).

⁽³⁷⁾ Oltre ai costi strettamente connessi con la gestione del patrimonio oggetto di spossessamento e le operazioni di vendita (compensi previsti per il curatore o per il commissario giudiziale, costo dell'attività svolta dal tribunale e dal giudice delegato, ecc.), il protrarsi nel tempo della procedura concorsuale può generare significativi costi di tipo reputazionale. Alla luce della connotazione negativa ancora associata al fallimento (v. *supra* nt. 31), l'impresa sottoposta a procedura riscontra, spesso, una perdita di clientela e/o la difficoltà a trovare fornitori disposti a prestare beni e servizi se non dietro pagamento immediato (malgrado il regime di prededucibilità di cui beneficiano le passività legittimamente sorte «*in occasione o in funzione delle procedure concorsuali*» ai sensi dell'art. 111

basato sulla ricapitalizzazione “interna” avrebbe il beneficio di non richiedere l’individuazione di un acquirente, essendo il patrimonio direttamente trasferito ai creditori. I costi, pur non trascurabili, connessi con le complesse attività imposte da tali modalità di trasferimento (si pensi, in particolare, alla difficoltà di fornire un’accurata valutazione del patrimonio della società debitrice in una prospettiva sia di continuità, sia di liquidazione) sembrano essere inferiori e, comunque, in parte comuni alle ordinarie procedure concorsuali ⁽³⁸⁾.

In aggiunta, una riduzione dei costi di procedura dovrebbe discendere anche dallo sfruttamento della struttura organizzativa preesistente (ossia, la società), così da rendere superfluo l’obiettivo comune alle procedure concorsuali di strutturare un’organizzazione che consenta ai creditori influenzare, in maniera coordinata, il processo di trasformazione in denaro del patrimonio (v. *supra* Cap. I, §2.3). La struttura organizzativa societaria appare, infatti, perfettamente adeguata al fine di assicurare l’obiettivo della distribuzione del patrimonio del debitore insolvente tra i suoi creditori. La disciplina societaria è modellata al precipuo fine di permettere la titolarità individuale da parte di ciascun socio di un patrimonio economicamente indivisibile (in quanto funzionale all’esercizio dell’attività di impresa), assicurando che la volontà dei singoli soci, non necessariamente univoca, sia efficientemente sintetizzata ai fini della gestione di tale patrimonio.

Tuttavia, al riguardo, occorre anche considerare che, a fronte della riduzione dei costi di procedura derivante dallo sfruttamento della struttura organizzativa societaria, potrebbe determinarsi un aumento dei costi connessi ai problemi di azione collettiva e alla sopportazione del rischio di impresa (v. *supra* §1.1 nt. 8). Il meccanismo alla base del *bail-in* produce una sostituzione dei “vecchi” soci, in tutto o in parte, con i creditori convertiti, i quali possono avere interessi disomogenei e non essere in grado di sopportare altrettanto efficacemente il rischio di impresa. Diversamente dai “vecchi” soci, infatti, i creditori convertiti non hanno liberamente scelto di investire nella

l.f.). Pertanto, pur essendo astrattamente possibile proseguire l’attività in pendenza di una procedura concorsuale, ciò rende di fatto impossibile in molti casi mantenere la continuità aziendale e, laddove sia possibile, non consente comunque, quasi mai, di conservare integralmente il valore dell’azienda.

⁽³⁸⁾ La determinazione del grado di soddisfazione che sarebbe spettato ai creditori nelle «*alternative concretamente praticabili*» – necessaria in ipotesi di opposizione all’omologazione di un concordato preventivo ai sensi dell’art. 180, comma 4, l.f. – richiede una valutazione non dissimile dalla valutazione che l’esperto indipendente è chiamato a compiere al fine dell’applicazione del principio dell’assenza di pregiudizio. Sul tema, si ricordi quanto detto *supra* Capitolo II, §6.1.

società (in tal modo, operando essi stessi una selezione sulla base dell'omogeneità degli interessi) e non sono verosimilmente titolari di investimenti in altre attività imprenditoriali (e, dunque, non hanno diversificato il rischio). L'incidenza dell'incremento dei costi del controllo derivante da una ricapitalizzazione attuata internamente mediante la conversione di pretese dei creditori dovrebbe essere più marcata per le società ordinarie, la cui composizione del passivo – se confrontata con quella delle società finanziarie e, in particolare, delle banche – risulta mediamente più diversificata⁽³⁹⁾. Tale incremento dei costi connessi con i problemi di azione collettiva e con la sopportazione del rischio di impresa da parte dei creditori convertiti dovrebbe, in parte, essere compensata dall'incremento, seppure in misura più ridotta, di tali costi anche nell'ambito delle ordinarie procedure concorsuali: tali procedure richiedono, comunque, che creditori aventi interessi disomogenei si esprimano, direttamente o indirettamente tramite gli organi della procedura⁽⁴⁰⁾, sulla sorte del patrimonio della società debitrice⁽⁴¹⁾ e possono altresì prevedere la temporanea prosecuzione dell'attività di impresa⁽⁴²⁾.

⁽³⁹⁾ In merito alla tipica composizione del passivo delle banche, si veda l'analisi di J.H. SOMMER, *Why Bail-In? And How!*, cit., pp. 223 ss.

⁽⁴⁰⁾ Nel caso del concordato preventivo, i creditori sono chiamati ad esprimersi direttamente sulle modalità di distribuzione del valore del patrimonio del debitore – che potrebbe, ad esempio, anche prevedere l'attribuzione di azioni in luogo dei loro crediti (v. *supra* Cap. I §3.1, nt. 96) – per mezzo dell'espressione di un voto sulla proposta (artt. 174 ss. l.f.).

Nell'ambito del fallimento, i creditori possono esprimersi sulle modalità di gestione del patrimonio oggetto di spossessamento da parte del curatore tramite il potere di vigilare sull'operato del curatore e di autorizzare alcuni suoi atti attribuito al comitato dei creditori (composto da membri scelti dai creditori a maggioranza, cfr. art. 40 l.f.) e mediante la possibilità di richiedere, a maggioranza dei crediti ammessi, la sostituzione del curatore, indicando il nominativo di un sostituto (art. 37-*bis*, comma 1, l.f.). Nel caso in cui la procedura di fallimento si concluda con un concordato fallimentare (artt. 124 ss. l.f.), il coinvolgimento dei creditori risulta più diretto in quanto assimilabile a quello previsto nella procedura di concordato preventivo. Sul tema, si veda anche quanto detto *supra* nel Capitolo I, §2.3.

⁽⁴¹⁾ Si pensi alle perdite cui i creditori vanno spesso incontro in conseguenza della difficoltà di coordinare efficacemente il loro operato nell'ambito delle procedure concorsuali di insolvenza. Espressione di tale difficoltà – che spesso emerge da un atteggiamento di razionale apatia da parte del singolo creditore – è l'alta percentuale di creditori che non esprimono il proprio voto sulla proposta di concordato preventivo e l'elevato numero di casi in cui, nelle procedure di fallimento, non si riesce a costituire il comitato dei creditori (tra il 42% e il 53% dei casi, in relazione ai diversi periodi esaminati dall'indagine empirica compiuta da Assonime, cfr. ASSONIME, *Rapporto sull'attuazione della riforma della legge fallimentare e sulle sue più recenti modifiche*, 4/2012, reperibile all'indirizzo www.assonime.it/AssonimeWeb2/dettaglio.jsp?id=238239&idTipologiaDettaglio=374).

⁽⁴²⁾ Ci si riferisce all'eventuale prosecuzione dell'attività di impresa in pendenza di una procedura di concordato preventivo di carattere liquidatorio o, nell'ambito del fallimento, all'eventuale

Sembra tuttavia più corretto rimettere alla maggioranza dei creditori “residuali” (v. *supra* §2 nt. 18) la valutazione in merito al saldo attivo o passivo tra riduzione dei costi di procedura e verosimile aumento dei problemi di azione collettiva e dei costi di sopportazione del rischio di impresa che conseguono al ricorso ad un meccanismo di ricapitalizzazione “interna”. Essi, ove ritengano nel loro interesse non proseguire l’attività, potranno deliberare a maggioranza la liquidazione volontaria della società con problemi di azione collettiva analoghi a quelli ordinariamente connessi con l’esercizio da parte dei creditori del potere di incidere sulla procedura concorsuale ⁽⁴³⁾. Poiché, in tal caso, la liquidazione volontaria della società avverrebbe *in bonis*, essendo stato azzerato il *deficit* patrimoniale tramite la riduzione e la conversione dei crediti, dovrebbe essere possibile inoltre evitare, almeno in parte, i costi connessi alla negativa connotazione reputazionale ancora associata, nella nostra cultura, alla liquidazione concorsuale ⁽⁴⁴⁾.

In definitiva, l’utilizzo di un meccanismo concorsuale che sfrutti la struttura organizzativa societaria al fine di soddisfare i creditori di una società insolvente dovrebbe, con tutta probabilità, presentare un complessivo saldo costi/benefici migliore rispetto ai meccanismi tradizionali basati sullo spossessamento e sulla liquidazione del patrimonio della società debitrice. In ogni caso, la valutazione concreta in merito alla convenienza di tale meccanismo sarebbe rimessa ai creditori aventi un effettivo interesse all’alternativa tra continuazione dell’attività e liquidazione (quei creditori che si sono definiti come “residuali”) con modalità istantanee, realizzando così immediatamente la coincidenza tra soggetti titolari del potere di controllo e soggetti esposti al rischio di impresa che, come visto, riflette l’interesse generale dell’ordinamento alla creazione di ricchezza (v. *supra* Cap. I, §1.1). In merito,

esercizio provvisorio dell’impresa disposto ai sensi dell’art. 104 l.f. I creditori sono, in questi casi, temporaneamente esposti al rischio di impresa, poiché la prosecuzione dell’attività genera passività prededucibili ai sensi dell’art. 111, comma 2, l.f. e, dunque, ha l’effetto di ridurre la garanzia patrimoniale delle loro pretese qualora il saldo ricavi/costi risulti negativo.

⁽⁴³⁾ Il singolo creditore convertito in socio che dovesse dissentire dalla decisione della maggioranza dei “nuovi” soci di proseguire l’attività di impresa – magari in ragione della minore capacità dello stesso di sopportare efficientemente il rischio di impresa a causa della ridotta diversificazione del suo patrimonio – potrebbe, quantomeno nelle società aperte, trasformare in denaro il proprio diritto tramite la cessione sul mercato della partecipazione sociale attribuitagli in conversione, senza peraltro incorrere, così, nella perdita secca solitamente connessa con la liquidazione del patrimonio del debitore.

⁽⁴⁴⁾ Cfr. *supra* nt. 37.

peraltro, la conversione in soci dei creditori “residuali” esclude, correttamente, che i creditori non aventi un valido interesse contribuiscano ad assumere le decisioni sulla destinazione del patrimonio della società debitrice, diversamente dai meccanismi concorsuali tradizionali che riconoscono a tutti i creditori il potere di esprimersi sulla gestione del patrimonio del debitore (v. *supra* nt. 40) ⁽⁴⁵⁾.

Un meccanismo basato su una ricapitalizzazione “interna”, dunque, non impedirebbe ai creditori convertiti in azionisti di trasferire, a vario titolo, parte del valore ai “vecchi” soci al fine di assicurarsi la loro cooperazione ⁽⁴⁶⁾ oppure optare per una liquidazione disaggregata del patrimonio sociale ⁽⁴⁷⁾, ma consente che tali decisioni siano prese da coloro che ne possono direttamente beneficiare e ne sopportano gli eventuali costi conformemente a quanto impone un’allocazione corretta del potere di controllo all’interno di una società di capitali ⁽⁴⁸⁾.

⁽⁴⁵⁾ La possibilità per creditori che, in tutti gli scenari ipotizzabili, sono destinati a non essere soddisfatti nemmeno parzialmente oppure ad essere integralmente soddisfatti realizza un fenomeno di c.d. *empty voting*, in merito al quale è possibile richiamare le stesse considerazioni critiche, in termini di incentivi, formulate dalla dottrina in relazione all’ipotesi di esercizio del voto assembleare da parte colui che non è più titolare della partecipazione o, comunque, non ha un interesse alla massimizzazione del valore della partecipazione (ad esempio, poiché ha assunto una posizione *short* sul mercato in cui l’azione è negoziata). Il tema è ben studiato nella letteratura nazionale e internazionale: si veda, per tutti, G. FERRARINI, *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive*, Milano, 2007, pp. 629 ss.; H.T. HU, B. BLACK, *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership*, in *Journal of Corporate Finance*, 13(2), 2007, pp. 343 ss.

⁽⁴⁶⁾ Infatti, come si è già notato in precedenza (v. *supra* Cap. I, §3.2), la partecipazione attiva dei soci al processo di risanamento può apportare valore all’impresa nell’interesse dei creditori, grazie all’eventuale capacità dei soci di apportare valori “non espropriabili” connessi al loro nome, alla personalità e al *know how*. In questo senso, si veda L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto e economia*, cit., pp. 188 ss.; L. PANZANI, *Sorte della partecipazione dei vecchi soci in caso di ristrutturazione di società insolventi*, cit., p. 87.

⁽⁴⁷⁾ Come si imporrebbe nell’interesse dei creditori quando il valore di *gone concern* sia superiore a quello di *going concern* (v. *supra* nt. 36). In questo caso, la prosecuzione dell’attività di impresa risulterebbe intuitivamente svantaggiosa. Inoltre, una liquidazione in bocca dell’azienda consentirebbe una soddisfazione dei creditori verosimilmente inferiore rispetto alla prospettiva della cessione atomistica dei beni, poiché l’azienda avrebbe, in quest’ipotesi, valore di mercato negativo.

⁽⁴⁸⁾ Come si è ampiamente visto nel Capitolo I, il tradizionale “monopolio” dei soci sulla società e sulla sua struttura finanziaria in presenza di una situazione di insolvenza risulta in contrasto con una corretta allocazione dei poteri gestionali all’interno del modello della società di capitali. Infatti, il potere di veto dei soci su operazioni che coinvolgano la società insolvente impone ai creditori interessati al compimento di tali operazioni di assicurarsi la cooperazione della maggioranza dei soci, garantendo ad essi parte del valore del patrimonio sociale che – vista l’incapienza – dovrebbe essere invece integralmente destinato alla soddisfazione dei creditori. La necessità di “acquistare” il consenso dei soci – imposta per anni dal mancato coordinamento tra diritto concorsuale e diritto societario e, oggi, in parte superata – ha l’effetto di scoraggiare soluzioni diverse dalla liquidazione del patrimonio

Prima di concludere sul tema, occorre segnalare che molti dei problemi sollevati dalle prime esperienze applicative dello strumento del *bail-in* sembrano non rilevare nella prospettiva di un'estensione di un meccanismo di ricapitalizzazione "interna" alle società ordinarie. Tali problemi, infatti, sono principalmente da ricondurre alle ricadute reputazionali derivanti dall'enorme novità rappresentata dall'internalizzazione dei costi del dissesto, in un contesto in cui tali costi erano, in precedenza, sempre posti a carico delle finanze pubbliche (v. *supra* §1). Inoltre, la circostanza molto frequente che vede i depositanti titolari anche di azioni e obbligazioni della stessa banca rende tali ricadute particolarmente pericolose, agevolandone la trasformazione in *shock* finanziari ⁽⁴⁹⁾. La minore resilienza delle attività di impresa che non hanno ad oggetto l'intermediazione del credito (v. *supra* Cap. II, §2) e l'esistenza di una consolidata tradizione di internalizzazione dei costi del dissesto per le società per azioni ordinarie consentono di escludere tale genere di problematiche dall'analisi dei costi che conseguirebbero dall'estensione di meccanismi di ricapitalizzazione "interna".

5. Le specificità connesse alla natura bancaria del debitore

Nel caso dell'insolvenza delle società di capitali, un meccanismo concorsuale basato sulla ricapitalizzazione "interna" prevista dal *bail-in* condurrebbe, di regola, a risultati più efficienti rispetto al meccanismo tradizionale basato sullo spossessamento del debitore (si ricordi quanto osservato nel precedente paragrafo). Si è anticipato, tuttavia, che il *bail-in* presenta alcune caratteristiche specifiche che riflettono le peculiarità dell'attività bancaria e i rilevanti interessi pubblici ad essa connessi ⁽⁵⁰⁾.

sociale anche quando più efficienti nell'ottica dell'interesse del sistema alla creazione di ricchezza (v. *supra* Cap. I, §3).

⁽⁴⁹⁾ È auspicabile che l'autorità di risoluzione – nell'esercizio dei poteri che le competono in materia di composizione qualitativa delle pretese computate nel MREL (v. *supra* Cap. III, §4) – conduca progressivamente al superamento della coincidenza tra investitori titolari di azioni o obbligazioni in una banca e depositanti della stessa, sin troppo comune oggi nel sistema italiano bancario.

⁽⁵⁰⁾ È bene precisare, sebbene probabilmente superfluo, che la caratteristica principale del meccanismo concorsuale alla base del *bail-in*, consistente nell'agire sulla struttura finanziaria della società, non è caratteristica essenziale alla natura delle crisi bancarie, benché come in più occasioni rilevato ne agevoli un'ordinata gestione. Sul tema, si veda quanto detto *supra* al §3 e, in specie, alla nt. 22.

Pertanto, nella prospettiva di una generalizzazione di tale modello occorrerebbe identificare quelle caratteristiche specifiche ed escluderle.

Al riguardo, occorre in primo luogo segnalare che il presupposto oggettivo della risoluzione (v. *supra* Cap. II, §7) non coincide, necessariamente, con la situazione di squilibrio patrimoniale e/o finanziario che consente l'attivazione dei meccanismi di ripristino della correlazione tra potere di controllo e rischio di impresa (v. *supra* Cap. I, §2.2). Come si è visto, infatti, la situazione di dissesto o di rischio di dissesto che, in presenza degli altri requisiti, può giustificare la sottoposizione della banca a *bail-in* si articola in varie ipotesi alternative. Tra queste ipotesi rientra anche la presenza di mere irregolarità amministrative o statutarie di gravità tale da giustificare la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, senza che sia accertato uno squilibrio patrimoniale o finanziario ⁽⁵¹⁾. Inoltre, forse ancora più significativamente, il legislatore ha anticipato il presupposto dell'intervento all'ipotesi in cui una delle circostanze che definiscono il dissesto (squilibrio finanziario o patrimoniale, esigenza di aiuti pubblici o gravi irregolarità) si presenti come un semplice rischio, seppur corroborato da elementi oggettivi che lascino ritenere che esso si concretizzerà in dissesto attuale nel prossimo futuro (v. *supra* Cap. II, §7.1).

La circostanza che il presupposto per la risoluzione (e, dunque, anche per il *bail-in*) possa essere integrato anche da semplici irregolarità non incidenti sulla situazione finanziaria o patrimoniale della banca e che il dissesto possa altresì essere non attuale, ma soltanto previsto, si giustifica con preminenti esigenze di prevenzione connesse con l'attività bancaria. La necessità di contenere la straordinarietà delle conseguenze che possono risultare dalla crisi di una banca (v. *supra* Cap. II, §2) impone di intervenire in tempi rapidissimi. Dover attendere che le gravi irregolarità o che il mero pericolo di dissesto patrimoniale o finanziario si traducano in una situazione di crisi attuale della banca finirebbe per indebolire, o privare, gli strumenti previsti dal legislatore per la gestione delle crisi bancarie della capacità di preservare la stabilità del sistema finanziario ⁽⁵²⁾.

⁽⁵¹⁾ Ad ogni modo, malgrado sia astrattamente possibile sottoporre la banca a *bail-in* anche quando manchi una situazione di squilibrio patrimoniale, è ragionevole attendersi che, in questo tipo di ipotesi, l'autorità di risoluzione ricorra a strumenti di risoluzione diversi dal *bail-in* (il cui effetto è, come ormai noto, quello di ripatrimonializzare la banca in crisi).

⁽⁵²⁾ È chiara in questo senso la comunicazione pubblicata dalla Commissione europea dell'ottobre 2010 *Un quadro dell'UE per la gestione delle crisi nel settore finanziario* (reperibile all'indirizzo

D'altra parte anche la liquidazione coatta amministrativa, già prima del recepimento della direttiva BRR avvenuto con il d.lgs. 15 novembre 2015, n. 18, trovava il proprio presupposto – oltre che nel caso di perdite patrimoniali di «*eccezionale gravità*» – anche in presenza soltanto di una «*violazione di disposizioni legislative, amministrative o statutarie [...] di eccezionale gravità*»⁽⁵³⁾. Inoltre, l'anticipazione del presupposto oggettivo delle procedure concorsuali bancarie rispetto al momento della perdita dell'intero patrimonio della banca, o di una parte significativa dello stesso, è scelta comune a molti ordinamenti⁽⁵⁴⁾.

Diversamente da quanto accade per le banche, nel caso delle società ordinarie i tempi entro cui è possibile intervenire efficacemente sono meno ristretti e, in ogni caso, l'insolvenza non estende i suoi effetti sull'intera collettività, ma si limita, di regola, ad incidere sugli interessi di soggetti che avevano già un rapporto diretto con il debitore (principalmente, azionisti, creditori, lavoratori e fornitori). Pertanto, non venendo in gioco interessi pubblici, non potrebbe ipotizzarsi l'imposizione di un meccanismo di ricapitalizzazione interna che operi coattivamente prima del momento in cui si sia verificato uno squilibrio finanziario o patrimoniale attuale (v. *supra* Cap. I, §2). Una soluzione diversa, come si vedrà meglio più avanti (v. *infra* §6.1 e 6.2), si porrebbe con tutta probabilità in contrasto con i diritti costituzionali degli azionisti e dei creditori (in assenza di interessi pubblici prevalenti che possano giustificarne una compressione) e con i vincoli imposti dal diritto europeo.

In secondo luogo, l'ampiezza delle esenzioni generali dall'applicazione del *bail-in* previste per alcune tipologie di passività (v. *supra* al Cap. III, §3.3) non corrispondono ad esigenze comuni, ma paiono il riflesso di specificità inerenti l'attività bancaria e la gestione delle relative crisi. Ciò è sicuramente vero per le

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52010DC0579>) secondo cui «*Ritardare l'intervento fino a che una banca abbia raggiunto tale situazione critica significa limitare con ogni probabilità la scelta di opzioni efficaci per la risoluzione o far lievitare l'importo dei fondi da impegnare a sostegno dell'opzione scelta*» (p. 8). In senso analogo, si veda anche il considerando n. 41 della direttiva BRR.

⁽⁵³⁾ Così, l'art. 80, comma 1, TUB, nel testo in vigore prima del recepimento della direttiva BRR con i d.lgs. 15 novembre 2015, nn. 180 e 181. Il testo attuale dell'art. 80, comma 1, TUB nell'identificare il presupposto della liquidazione coatta amministrativa rinvia all'art. 17 del Decreto BRR. Pertanto, i presupposti per l'applicazione di una procedura di gestione di una crisi bancaria (quale essa sia, risoluzione o liquidazione coatta amministrativa) sono identificati in maniera comune nella compresenza di una situazione di dissesto o di rischio di dissesto (v. *supra* Cap. II, §7.1), nell'impraticabilità di soluzioni alternative (v. *supra* Cap. II, §7.2) e nell'infruttuosità di un write down «ristorativo» (v. *supra* Cap. II, §7.3).

⁽⁵⁴⁾ In merito, si rimanda a quanto detto *supra* nel Capitolo II, §7.1, nt. 137.

esenzioni relative ai depositi protetti, alle passività derivanti dalla detenzione di attività o liquidità per conto dei clienti, alle passività interbancarie a breve termine e a quelle verso i sistemi di garanzia dei depositanti.

Qualche dubbio sussiste, invece, in merito alla rilevanza generale delle esenzioni previste dalla disciplina del *bail-in* per le passività nei confronti dei dipendenti e del fisco, la cui protezione – sebbene risponda ad interessi di rilievo pubblico comuni alla crisi delle società per azioni ordinarie – trova già risposta all'interno nel sistema dei privilegi. Quando il patrimonio della società insolvente non è nemmeno sufficiente a garantire la soddisfazione integrale dei lavoratori e dei debiti fiscali – malgrado il privilegio che assiste tali pretese – prevedere un'esenzione finirebbe, soltanto, per costringere ad una liquidazione concorsuale del patrimonio della società che, lungi dall'assicurare ai lavoratori e al fisco un trattamento migliore, avrebbe l'effetto di ridurre ulteriormente il valore dell'attivo patrimoniale. Tale rischio è scongiurato nel caso de *bail-in* da un'attenta pianificazione della crisi (v. *supra* Cap. III, §4), possibile in ragione della natura delle banche di soggetti vigilati, e dall'esistenza di un soggetto esterno (il Fondo di risoluzione) che può intervenire apportando risorse al fine di compensare l'esenzione di alcune passività (v. *supra* Cap. III, §6). Un sistema del genere non sarebbe, evidentemente, pensabile per società ordinarie la cui attività non coinvolge interessi pubblici.

Sembra invece corretto riconoscere rilevanza generale, anche al di fuori delle crisi bancarie, all'esenzione prevista per le passività assistite da una garanzia capiente: i creditori che non hanno interesse allo svolgimento della procedura non devono essere da essa coinvolti ⁽⁵⁵⁾. Allo stesso modo, in una prospettiva di estensione

⁽⁵⁵⁾ Come si è visto, infatti, l'applicazione di una procedura concorsuale è nell'interesse dei creditori che, collettivamente considerati, verrebbero danneggiati da un'aggressione non coordinata del patrimonio del debitore (si tratta della c.d. *tragedy of commons*, di cui si è detto *supra* Cap. I, §2.3, in specie nt. 81). Tra i creditori interessati al ricorso ad una procedura concorsuale non rientrano quei creditori garantiti che riceverebbero, comunque, soddisfazione integrale, poiché il valore della loro garanzia eccede il valore della loro pretesa. Si tratta di un fondamentale principio che, nell'ordinamento italiano, sottende la scelta compiuta nel prevedere che i crediti prededucibili possano essere soddisfatti sul ricavato della liquidazione di un bene posto in pegno o concesso in ipoteca soltanto dopo che la pretesa garantita sia stata interamente soddisfatta (art. 111-*bis*, comma 3, l.f.). Ciò, coerentemente, facendo tuttavia salve quelle spese realizzate nell'interesse del creditore garantito (spese relative alla custodia, alla conservazione e alla liquidazione del bene posto in garanzia e una quota di spese generali della procedura «*in misura corrispondente all'accertata utilità delle stesse per il creditore garantito*», così per tutte Cass. 12 maggio 2010, n. 11500, in *Fallimento*, 2010, pp. 1271 ss.).

generale di un meccanismo di ricapitalizzazione interna simile al *bail-in*, dovrebbe riconoscersi la possibilità di esimere specifiche passività dalla riduzione o conversione, quando tali operazioni determinerebbero una distruzione di valore tale da infliggere sugli altri creditori perdite maggiori rispetto a quelle che gli stessi subirebbero per effetto della concessione dell'esenzione (v. *supra* Cap. III, §3.4). Le altre ipotesi di esenzioni *ad hoc*, nel caso dell'insolvenza delle società ordinarie, dovrebbe essere escluse per la mancanza degli interessi pubblici che le giustificano ⁽⁵⁶⁾.

Non appare, infine, espressione interessi pubblici, malgrado possa a prima vista sembrare diversamente, la natura coattiva con cui il *bail-in* realizza la ricapitalizzazione "interna", che non prevede il necessario consenso, nemmeno a maggioranza, dei creditori. Un indizio in merito alla specialità di tale aspetto potrebbe, invero, provenire dall'esame delle procedure concorsuali applicabili alle imprese sottoposte a vigilanza da parte dell'autorità amministrativa: in questi casi l'ordinamento prevede la sottrazione del potere dei creditori di influire, direttamente o indirettamente per il tramite degli organi della procedura, sulla gestione del patrimonio del debitore (v. *supra* Cap. I, §2.3) e attribuisce tale potere all'autorità amministrativa ⁽⁵⁷⁾. Tale

⁽⁵⁶⁾ Si pensi all'esenzione *ad hoc* prevista per le passività la cui riduzione o conversione impedirebbe il mantenimento della continuità aziendale: diversamente da quanto accade nel *bail-in*, la prosecuzione dell'attività per le società ordinarie è un valore nei limiti in cui consenta una migliore soddisfazione dei creditori. Pertanto, l'eventuale esclusione di tali passività da un meccanismo di ricapitalizzazione "interna" dovrebbe avvenire solo ove la perdita della continuità aziendale determinasse, per i creditori non esentati, perdite maggiori rispetto a quanto accadrebbe in caso di distribuzione tra di essi delle perdite non assorbite dal creditore "strategico" esentato. Si tratta, a ben vedere, dello stesso principio espresso dall'art. 182-*quinquies*, comma 5, l.f., per la procedura di concordato preventivo, e dall'art. 72, comma 1, l.f., per la procedura di fallimento (ai sensi del quale il curatore che decida di subentrare in un contratto pendente ritenuto "strategico" deve assumere «*tutti i relativi obblighi*», compreso il pagamento debiti sorti precedentemente alla dichiarazione di fallimento in relazione a detto contratto).

⁽⁵⁷⁾ Con riferimento a tali società, trova applicazione la disciplina della liquidazione coatta amministrativa "generale" di cui agli artt. 194 ss. l.f. (per distinguerla da quella bancaria, che trova collocazione all'interno del Testo Unico Bancario agli artt. 80 ss.). Tra queste società rientrano le società cooperative (artt. 2545-*terdecies* e 2545-*spetiedecies* c.c.), consorzi agrari (che l'art. 9, l. 23 luglio 2009, n. 99, ha richiesto fossero costituiti in forma di società cooperative con l'effetto di rendere applicabile la medesima disciplina concorsuale), le imprese sociali (art. 15, d.lgs. 24 marzo 2006, n. 155), le fondazioni musicali (art. 20, d.lgs. 29 giugno 1996, n. 367), le fondazioni bancarie (art. 11, d.lgs. 17 maggio 1999, n. 153) e le società fiduciarie (artt. 1, 2 e 3 l. 1 agosto 1986, n. 430). In questi casi, è l'autorità di vigilanza competente a disporre la liquidazione coatta amministrativa, nominando anche il commissario liquidatore e il comitato di sorveglianza, quest'ultimo composto da tre o cinque membri esperti nell'attività di impresa esercitata dal debitore scelti possibilmente (ma non necessariamente) tra i creditori della stessa (art. 198, comma 1, l. fall). L'impresa (e, nel caso di società, gli amministratori ai sensi dell'art. 152 l.f.), i creditori o un terzo possono presentare una proposta di

parallelismo, tuttavia, perde di capacità persuasiva se si considera che, nel meccanismo concorsuale alla base dello strumento del *bail-in*, l'attribuzione di azioni ai creditori non può essere vista soltanto come un punto di arrivo, ma deve essere considerata anche come il mezzo attraverso il quale i creditori "residuali" (ossia, aventi un effettivo interesse alla gestione del patrimonio, v. *supra* al §2) possono esprimersi, con le forme generalmente previste per l'esercizio del potere di controllo dei soci, sulla gestione del patrimonio della società debitrice. Dopo la conversione dei crediti in azioni, i "nuovi" soci dispongono di molte più alternative di quanto accada regolarmente nell'ambito di una procedura concorsuale. Facendo ricorso all'ordinario procedimento assembleare, i creditori convertiti possono, ad esempio, nominare nuovi amministratori con il mandato ad orientare la loro gestione secondo i criteri fissati dall'assemblea dei soci (e, dunque, dalla maggioranza dei creditori convertiti), autorizzare operazioni straordinarie, sottoporre la società a liquidazione volontaria (che in questo caso avverrà secondo le forme della liquidazione *in bonis*), ecc.

Si dovrebbe dire, in questo senso, che la conversione dei crediti in partecipazioni sociali non sottrae alcunché ai creditori coinvolti (i quali, stante l'incapienza del patrimonio sociale, godevano già, da un punto di vista economico, di una pretesa residuale non diversa sotto il profilo della sopportazione del rischio da quella che spetta in condizioni normali ai soci). Al contrario, tale conversione aggiunge alla pretesa dei creditori "residuali" la possibilità di esercitare diritti amministrativi sul patrimonio sociale e di appropriarsi dell'eventuale nuova ricchezza

concordato che deve essere autorizzata dall'autorità di vigilanza competente (su parere del commissario liquidatore e sentito il comitato di sorveglianza, cfr. art. 214 l.f.) e che, analogamente al concordato fallimentare, chiude la procedura concorsuale. Tuttavia, in questo caso, la proposta è diretta, invece che ai creditori, al tribunale, al quale spetta il potere di approvarla, sentita l'autorità di vigilanza competente, dopo aver valutato le eventuali opposizioni (art. 214, comma 4, l.f.).

L'esclusione del potere dei creditori di influire, direttamente o indirettamente, sulla gestione del patrimonio dell'impresa in crisi è caratteristica fondamentale anche nell'ambito delle procedure "speciali" di liquidazione coatta amministrativa previste per le banche (artt. 80 ss. TUB) e per le imprese di assicurazione (artt. 245 ss. del d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209, c.d. Codice delle assicurazioni private). I creditori, infatti, anche in tale ipotesi non hanno la possibilità di designare i commissari liquidatori e il comitato di sorveglianza, che sono nominati dall'autorità di vigilanza, e non decidono in merito all'approvazione dell'eventuale proposta di concordato preventivo (rispettivamente, art. 93 del Testo Unico Bancario e art. 262 del Codice delle assicurazioni private).

In definitiva, usando le parole di D. BONACCORSI DI PATTI, *sub art. 262*, in *Il codice delle assicurazioni private*, a cura di F. Capriglione, Bologna, 2007, pp. 465 ss. e, *ivi*, p. 473, il ceto creditorio è relegato, nell'ambito delle procedure concorsuali relative alle imprese sottoposte a vigilanza pubblica, in una posizione "recessiva".

generata dall'attività anche nella misura eccedente il valore nominale della loro originaria pretesa ⁽⁵⁸⁾. Come si è già avuto modo di rilevare, il *bail-in* non fa altro che adeguare il formale assetto giuridico alla sostanza economica della società in dissesto (v. *supra* §2), permettendo che il controllo sull'impresa collettiva sia allocato ai creditori economicamente “residuali” in una prospettiva di corretta definizione degli incentivi alla creazione di ricchezza (v. *supra* Cap. I, §1.2).

Quanto appena rilevato permette, peraltro, di giustificare – anche in una prospettiva generale, non limitata alle crisi bancarie – l'equivalenza instaurata dal meccanismo del *bail-in* tra soddisfazione dei creditori in denaro e soddisfazione mediante l'assegnazione di azioni della società debitrice aventi pari valore di mercato (v. *supra* §2). La soddisfazione mediante assegnazione di azioni non limita i diritti economici dei creditori “residuali” che, anzi, come visto vengono rafforzati. La liquidabilità della pretesa dei creditori convertiti sarebbe sottoposta alla volontà della maggioranza dei creditori, non diversamente da quanto potrebbe accadere in un concordato preventivo ⁽⁵⁹⁾.

In definitiva, sembra potersi concludere che le caratteristiche dello strumento del *bail-in* che appaiono espressione della peculiare natura dell'attività bancaria sono marginali e non incidono sulla struttura essenziale del meccanismo di ricapitalizzazione “interna”. Contrariamente a quanto è stato a lungo sostenuto al fine di giustificare un sistema che ha, a lungo, trattato le banche come soggetti non fallibili, l'impresa bancaria non è radicalmente diversa, quanto alla sua natura, rispetto

⁽⁵⁸⁾ È significativo, in quest'ottica, che le prime forme di investimento nel capitale siano probabilmente nate dalla necessità di assicurare al finanziatore una remuneratività che potesse eccedere le soglie individuate dal divieto di usura (così U. SANTARELLI, *Mercanti e società tra mercanti*, Torino, 1998, p. 166).

⁽⁵⁹⁾ Nel caso infatti in cui la società venisse invece sottoposta ad un'ordinaria procedura concorsuale, la possibilità per i creditori di intraprendere azioni esecutive individuali sul patrimonio sociale sarebbe comunque limitata per effetto dell'apertura della procedura. Di base, i crediti sono soddisfatti in denaro nei limiti del ricavato della liquidazione concorsuale. Tuttavia, mediante la procedura di concordato preventivo, i creditori possono, a maggioranza, consentire dilazioni, stralci e trasformazioni della pretesa, inclusa la stessa conversione delle loro pretese in azioni, senza che sia necessario il consenso individuale di ciascun creditore convertito (v. *infra* 6.1, nt. 82). Nel caso, invece, dell'estensione di un meccanismo concorsuale modellato sul *bail-in*, la regola base sarebbe l'attribuzione ad alcuni creditori di una partecipazione sociale a soddisfazione della loro pretesa, con la possibilità per essi di ottenere una soddisfazione in denaro sottoponendo la società a liquidazione. La prospettiva tra regola e eccezione è invertita nelle due ipotesi, ma essendo lo scenario alternativo, in ogni caso, subordinato alla decisione da parte della maggioranza dei soci, dovrebbe concludersi che l'equivalenza posta tra soddisfazione dei creditori in denaro e soddisfazione mediante l'attribuzione di azioni della società debitrice non si pone in contrasto con i principi del diritto concorsuale italiano.

all'impresa comune; ciò che risulta diversa è la portata delle conseguenze di un'inadeguata gestione di una crisi bancaria in ragione degli interessi collettivi che sono collegati con tale attività (si ricordi quanto già rilevato al riguardo *supra* nel Capitolo II, §2).

6. I limiti all'estensione di un meccanismo di ricapitalizzazione "interna"

Nella prospettiva di una futura estensione alle società ordinarie del meccanismo di ricapitalizzazione "interna" previsto dal *bail-in*, si rende necessario identificare, oltre agli aspetti espressione di specificità relativi alle crisi bancarie (v. *supra* §5), anche gli eventuali limiti imposti dal diritto costituzionale e dal diritto europeo. Infatti, il rispetto di tali norme si imporrebbe senz'altro al legislatore nazionale, in quanto norme gerarchicamente sovraordinate.

Diversamente, il problema della compatibilità con detti non dovrebbe porsi rispetto al *bail-in* bancario: la provenienza europea della relativa disciplina ne assicura la compatibilità con il più ampio quadro normativo europeo (a tal fine spesso derogato espressamente o, comunque, implicitamente in ragione del principio di specialità); i fondamentali interessi pubblici connessi con l'ordinata gestione delle crisi bancarie dovrebbero giustificare compressioni, se proporzionate, dei diritti costituzionalmente garantiti agli azionisti e ai creditori ⁽⁶⁰⁾. Ad ogni modo, come si vedrà nel prossimo paragrafo, la compatibilità costituzionale del meccanismo di ricapitalizzazione "interna" alla base del *bail-in* fa sì che, salvo per alcuni marginali, difficilmente si richiede di ricorrere alla prevalenza dell'interesse pubblico alla stabilità

⁽⁶⁰⁾ Nel senso della compatibilità costituzionale dello strumento del *bail-in* bancario, si veda G. PRESTI, *Il bail-in*, cit., p. 348 (nt. 22); G. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corriere giuridico*, 2015, pp. 1485 ss. e, ivi, pp. 1490 ss., B. INZITARI, *Brrd, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite*, 13 maggio 2016, p. 28, reperibile all'indirizzo www.ildirittodegliaffari.it, il quale afferma che «l'intera procedura di risoluzione assolve e realizza un interesse pubblico alla stabilità ed alla tutela, anche costituzionalmente garantita, del risparmio (art. 47 cost.)». Di diverso avviso, sembrerebbe L. DI BRINA, *Il bail-in (L'influenza del diritto europeo sulle crisi bancarie e sul mercato del credito)*, articolo presentato in occasione della VII Convegno nazionale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale" (Roma, 27-28 febbraio 2016), pp. 15 ss.; ID., *Salvataggi bancari e dubbi costituzionali: il precedente dell'Austria*, 11 dicembre 2015, reperibile all'indirizzo www.firstonline.info.

finanziaria sui diritti degli azionisti e dei creditori coinvolti dall'operazione al fine di assicurare la legittimità del *bail-in* bancario ⁽⁶¹⁾.

⁽⁶¹⁾ Ci si riferisce ad aspetti marginali quali, ad esempio, l'anticipazione del presupposto oggettivo della risoluzione ad un momento anteriore ad uno squilibrio finanziario e/o patrimoniale rilevante o, addirittura, ad un momento in cui tale squilibrio non sussiste (v. *supra* §5).

Se la compatibilità tra meccanismo di ricapitalizzazione interna e vincoli costituzionali è assicurata in una prospettiva generale, ciò dovrebbe valere *a fortiori* per il *bail-in* bancario, finalizzato alla realizzazione di preminenti interessi pubblici. Per tale motivo, non è necessario anticipare qui le considerazioni che verranno svolte nel §6.1. Tuttavia, limitando il riferimento a quei profili che riguardano esclusivamente lo strumento del *bail-in* bancario, occorre soffermarsi sulla compatibilità dello stesso con il principio del legittimo affidamento, il cui fondamento è individuato nel principio di ragionevolezza sancito dall'art. 3 Cost. (Corte cost. 10 novembre 1999, n. 416, in *Foro it.*, 2000, I, 2456) e che costituisce principio generale di diritto dell'Unione (*Mulder and others v. Council of the European Union and Commission of the European Communities*, C-104/89 e C-37/90, punto 15). Di tale compatibilità si potrebbe, infatti, apparentemente dubitare alla luce del fatto che il legislatore europeo ha previsto che il *bail-in* si applichi a tutte le passività ammissibili, anche ove sorte prima dell'introduzione di questo strumento.

Al riguardo, nella prospettiva della tutela dei diritti patrimoniali degli azionisti e dei creditori, non dovrebbe potersi ravvisare una lesione dell'affidamento risposto dal mercato nell'esistenza di un'implicita garanzia pubblica sui debiti bancari (v. *supra* Cap. I, §2), poiché tale affidamento non è meritevole di essere tutelato in quanto basato su una mera situazione di fatto, priva di qualsiasi forma di "normatività". L'introduzione della disciplina della risoluzione e, in particolare, dello strumento del *bail-in* – rendendo possibile internalizzare i costi delle crisi bancarie (v. *supra* §1) – ha effettivamente danneggiato coloro che hanno fatto affidamento sull'aspettativa di un *bail-out* pubblico, ma tale danno non può trovare tutela nell'ordinamento costituzionale nazionale ed europeo. In questo senso, sono illuminanti alcuni passaggi della recente pronuncia della Corte di Giustizia dell'Unione Europea (*Kotnik e a.*, C-526/2016, 19 luglio 2016) che ha affermato che «il principio di tutela del legittimo affidamento [...] presuppone che rassicurazioni precise, incondizionate e concordanti, provenienti da fonti autorizzate ed affidabili, siano state fornite all'interessato dalle autorità competenti dell'Unione» e «gli azionisti e i creditori subordinati delle banche oggetto di misure di condivisione degli oneri [...] non possono avvalersi del principio di tutela del legittimo affidamento» poiché «non disponevano di alcuna garanzia proveniente dalla Commissione quanto al fatto che essa avrebbe approvato un aiuto di Stato per affrontare la carenza di capitale di dette banche» e «non avevano ricevuto la rassicurazione che, tra le misure destinate ad affrontare il deficit di capitale delle banche beneficiarie dell'aiuto di Stato autorizzato dalla Commissione, non ve ne fossero alcune tali da incidere sui loro investimenti» (punti 62, 63 e 64). Inoltre, «la circostanza che, nel corso della prima fase della crisi finanziaria internazionale, i creditori subordinati non fossero stati invitati a contribuire al salvataggio degli istituti di credito [...] non può essere considerata come una rassicurazione precisa, incondizionata e concordante tale da far sorgere in capo ad azionisti e creditori subordinati il legittimo affidamento di non essere sottoposti in futuro a misure di condivisione degli oneri» (punti 65 e 66).

Semmai, un dubbio in merito alla compatibilità costituzionale del *bail-in* potrebbe porsi in relazione all'eventuale lesione della libertà di iniziativa economica dei creditori. Infatti, i creditori di una banca – diversamente dai creditori di una società per azioni ordinaria (v. *infra* §6.1) – non avrebbero potuto prefigurarsi, in base al previgente quadro normativo, una conversione delle loro pretese in azioni della banca in assenza di un loro consenso individuale. I creditori titolari di pretese sorte precedentemente non hanno, pertanto, implicitamente accettato l'eventualità di una conversione all'atto della decisione di finanziare la banca. Tale possibile contrasto sembra comunque, da risolvere in senso positivo alla luce della prevalenza del fondamentale interesse pubblico alla stabilità finanziaria.

6.1. I vincoli imposti dalle garanzie costituzionali

L'introduzione di meccanismi di trasferimento del controllo ai creditori basati sulla ricapitalizzazione "interna" della società per azioni, sul modello di quanto previsto dal *bail-in*, deve essere valutata alla luce dei diritti costituzionalmente garantiti agli azionisti e creditori.

Al riguardo, il primo vincolo costituzionale che sembra venire in rilievo è rappresentato dalla tutela costituzionale della proprietà degli azionisti. Tale tutela trova il proprio fondamento nell'art. 42 della Costituzione italiana ⁽⁶²⁾ e, per il tramite dell'art. 117 Cost., anche nell'art. 1 del Primo Protocollo della Convenzione per la salvaguardia dei Diritti dell'Uomo e delle Libertà Fondamentali ⁽⁶³⁾ e nell'art. 17 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea (c.d. Carta di Nizza) ⁽⁶⁴⁾. Tali norme esprimono principi comuni che possono essere sintetizzati nel (i) dovere negativo di non interferire nel rapporto tra il titolare del diritto di proprietà e i beni oggetto della stessa, e (ii) nella possibilità per il legislatore di limitare l'esercizio di tale diritto, finanche a prevederne la privazione mediante esproprio, solo tramite previsione di legge e per motivi di interesse generale, dietro corresponsione di un indennizzo adeguato.

La riduzione delle pretese incapienti secondo l'ordinaria gerarchia concorsuale e la successiva conversione delle pretese dei creditori "residuali" in azioni secondo schemi analoghi al *bail-in* – poiché avrebbe l'effetto di escludere o di diluire i "vecchi"

⁽⁶²⁾ L'art. 42, commi 2 e 3, della Costituzione dispone che «la proprietà privata è riconosciuta e garantita dalla legge, che ne determina i modi di acquisto, di godimento e i limiti allo scopo di assicurarne la funzione sociale e di renderla accessibile a tutti. La proprietà privata può essere, nei casi preveduti dalla legge, e salvo indennizzo, espropriata per motivi d'interesse generale». Analogamente, l'art. 1, comma 1, del Primo Protocollo della CEDU dispone che «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».

⁽⁶³⁾ Si pone al di fuori degli obiettivi del presente lavoro, e pertanto non è oggetto di esame, il tema della portata precettiva della CEDU negli ordinamenti degli stati ad essa aderenti. Sul tema, si rimanda alla giurisprudenza della Corte costituzionale e, in particolare, da ultimo, C. Cost. 28 novembre 2012, n. 264, in *Foro it.*, 2013, I, c. 787, con note di E. SCONDITTI e M. DE LUCA, e in *Foro it.*, 2013, I, c. 22, con note di R. ROMBOLI e G. AMOROSO.

⁽⁶⁴⁾ La Carta di Nizza ha assunto valore vincolante con l'adozione, nel 2007, del Trattato di Lisbona. Con questo, infatti, è stato modificato il Trattato sull'Unione europea che, adesso, all'art. 6, par. 1, richiama espressamente la Carta di Nizza. Sul tema, si rinvia più ampiamente a M. D'AMICO, *Trattato di Lisbona: principi, diritti e "tono costituzionale"*, in *La nuova Europa dopo il Trattato di Lisbona*, a cura di P. Bilancia e m. D'Amico, Milano, 2009, pp. 67 ss.

soci, senza che essi vi abbiano consentito nemmeno a maggioranza – potrebbe porsi, apparentemente, in contrasto con tali principi. Si potrebbe, infatti, sostenere la natura espropriativa di tale meccanismo per i “vecchi” soci, che risulterebbero privati, in tutto o in parte, del loro diritto di proprietà sulla partecipazione sociale, in mancanza di un interesse generale e senza poter beneficiare di alcun indennizzo ⁽⁶⁵⁾.

Tuttavia, a ben vedere, tale ricostruzione sconta l’“equivoco” derivante dall’artificiosa oggettivizzazione della partecipazione sociale, necessaria al fine di consentire che essa circoli come un bene. Al riguardo, anticipando alcuni dei rilievi che verranno sviluppati più avanti al §7.2, occorre qui precisare che i soci non vantano diritti di tipo reale verso la società e il suo patrimonio, ma sono proprietari di un “bene complesso”, di secondo grado rispetto al patrimonio sociale ⁽⁶⁶⁾. È il bene-partecipazione ad essere oggetto del diritto di proprietà dei soci e, dunque, ad essere tutelato costituzionalmente, non i diritti verso la società che tale bene attribuisce loro, i quali hanno natura essenzialmente contrattuale (anche su questo punto, si veda *infra* al §7.2). In altri termini, l’insolvenza della società potrebbe non essere sufficiente a legittimare la privazione del socio del bene-partecipazione, ma potrebbe legittimamente svuotare tale bene del suo contenuto (ossia, i diritti sociali), escludendo che al socio debba riconoscersi una pretesa residuale su un patrimonio ormai incapiente. Al venire meno di tale posizione di residualità dovrebbe poter legittimamente seguire anche il venire meno del diritto di amministrare il patrimonio sociale ⁽⁶⁷⁾, alla luce del fatto che, come visto, quest’ultimo diritto si giustifica – nel modello delle società di capitali – sulla base della particolare posizione in cui i soci si trovano all’interno della struttura finanziaria della società (v. *supra* Cap. I, §1.1).

⁽⁶⁵⁾ In questo senso, L. DI BRINA, *Il bail-in (L’influenza del diritto europeo sulle crisi bancarie e sul mercato del credito)*, cit., pp. 15 ss.

⁽⁶⁶⁾ È questa la ricostruzione della natura del bene-partecipazione affermata nella giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell’uomo, la quale ha appunto ritenuto che «*a company share is a complex thing. It certifies that the holder possesses a share in the company together with the corresponding rights. This is not only an indirect claim on company assets but other rights, especially voting rights and the right to influence the company, may follow the share*» (cfr. *Company S. and T. v. Sweden*, decisione n. 11189/84 del 11-12-1986, in *Décisions et rapports*, 50, pp. 138 ss.; in senso analogo, si veda anche *Sovtransavto Holding v. Ukraine*, decisione n. 48553/99, in *Recueil des arrêts et décisions*, 2002-VII, pp. 95 ss.).

⁽⁶⁷⁾ In argomento si veda, in questo senso, T. ARIANI, L. GIANI, *La tutela degli azionisti nelle crisi bancarie*, cit., pp. 730; T. RICHTER, *Reconciling the European Registered Capital Regime with Modern Corporate Reorganization Law: Experience from the Czech Insolvency Law Reform*, cit., p. 367 e, sembrerebbe, M. FABIANI, *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Milano, 2009, pp. 50 ss. (spec. p. 55), seppur con riferimento alla perdita del controllo dell’imprenditore individuale.

Ciò è vero anche quando la partecipazione continui – come talvolta accade – ad avere un valore di mercato positivo nonostante il patrimonio sociale abbia valore pari o, inferiore, a zero. In tale fase, infatti, il valore della partecipazione non dipende dal diritto di credito dei soci sul valore netto del patrimonio sociale, che è ormai perduto. Tale valore dipende, invece, dall'ordinamento che, in mancanza di adeguati meccanismi di neutralizzazione del potere di veto, attribuisce al socio una rendita di posizione (v. *supra* Cap. I, §3.1) e che, comunque, continua a concedere ai soci – fintanto che la posizione residuale dei creditori non venga anche formalmente sancita tramite una procedura concorsuale – un'opzione *call* sull'eventuale residuo attivo risultante da imprevisti aumenti del patrimonio (senza che il socio sia esposto ad alcun rischio di perdita in ragione della responsabilità limitata di cui beneficia) ⁽⁶⁸⁾.

Quanto appena rilevato parrebbe sufficiente ad escludere che la privazione dei diritti patrimoniali ed amministrativi dei soci, in caso di insolvenza della società, contasti con l'art. 42 Cost., in quanto deve ritenersi che tale previsione trovi applicazione soltanto rispetto a diritti aventi natura reale ⁽⁶⁹⁾. Tuttavia, ciò non consente di escludere l'incompatibilità di un meccanismo concorsuale di ricapitalizzazione “interna” rispetto al diritto di proprietà tutelato dall'art. 1 del Primo Protocollo addizionale della CEDU. Infatti, la giurisprudenza della Corte europea dei diritti dell'Uomo ha sempre ricostruito la tutela della proprietà in termini molto ampi, valutando talvolta come “beni” anche rapporti qualificati come contrattuali negli ordinamenti nazionali ⁽⁷⁰⁾. Ciò è accaduto anche nel caso dei diritti sociali, che tuttavia

⁽⁶⁸⁾ Cfr. M.J. ROE, *Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganizations*, in *Columbia Law Review*, 83, 1983, pp. 527 ss.; M. BELCREDI, *Crisi d'impresa e ristrutturazione finanziaria*, Milano, 1995, pp. 42 ss.; L. STANGHELLINI, *La crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., p. 24 (nt. 10).

Diversamente da quanto qui argomentato, F. GUERRERA, *La ricapitalizzazione “forzosa” delle società in crisi: novità, problemi ermeneutici e difficoltà operative*, cit., p.427, sembrerebbe desumere dall'esistenza di un valore residuo della partecipazione sociale – anche in presenza di un patrimonio netto negativo – l'opportunità di sottoporre i soci ad una mera diluizione, anziché ad una “espropriazione”. Tale considerazione sembra, tuttavia, fondarsi invero su un ragionamento di tipo circolare: l'esistenza di un valore della partecipazione sociale giustificherebbe l'attribuzione di parte del valore del patrimonio della società ai “vecchi” soci, ma potrebbe essere proprio l'aspettativa dell'attribuzione di tale valore ai “vecchi” soci a determinare la possibilità di riconoscere un valore di mercato positivo alla partecipazione, pur in presenza di un patrimonio sociale negativo.

⁽⁶⁹⁾ La giurisprudenza della Corte Costituzionale ha affermato che «*il concetto costituzionale di proprietà, per quanto più ampio di quello civilistico, non comprende anche i diritti di credito*» (così, Corte Cost. 29 giugno 1995, n. 288 e, più ampiamente sul tema, Corte Cost. 28 aprile 1976, n. 99).

⁽⁷⁰⁾ In questo senso, si veda *Brosset-Triboulet v. France*, decisione n. 34078/02 del 29-3-2010.

sono stati ritenuti oggetto di tutela “proprietaria” nei limiti in cui ad essi possa attribuirsi un valore economico ⁽⁷¹⁾. In una pronuncia recente, la Corte di Strasburgo ha escluso che possa rilevare un’eventuale valore economico della partecipazione risultante dall’aspettativa o dalla realizzazione di un intervento pubblico di sostegno ⁽⁷²⁾. Lo stesso orientamento è stato confermato poco dopo dalla Corte di Giustizia dell’Unione europea in un’importante pronuncia del 2016 ⁽⁷³⁾. In sostanza, tale giurisprudenza ha individuato il limite della tutela costituzionale della proprietà dei soci, in materia di aiuti di stato, nell’assenza di un pregiudizio rispetto allo scenario alternativo alla concessione di un aiuto di stato.

Lo stesso ragionamento sembra suscettibile di estendersi all’ipotesi in cui il valore economico della partecipazione sociale non dipenda dal residuo patrimonio della società, ma dall’aspettativa di estrarre valore a scapito dei creditori sfruttando la rendita di posizione derivante dalla conservazione dei diritti amministrativi. La compatibilità con la tutela dei diritti proprietari dei soci verrebbe, in questa prospettiva, assicurata dall’assenza di pregiudizio rispetto a quanto accaduto se non vi fosse stato un coinvolgimento dei creditori nella ricapitalizzazione della società (e, dunque, rispetto ad una liquidazione, in termini corrispondenti a quanto richiede il rispetto del principio dell’assenza di pregiudizio nel *bail-in* bancario, v. *supra* Cap. II, §6.1).

Inoltre, nella prospettiva della compatibilità con la tutela della proprietà prevista dalle fonti europee, può rilevarsi che la Carta di Nizza consente proporzionate limitazioni del diritto di proprietà ove rispondenti «*all’esigenza di proteggere i diritti e le libertà altrui*» (artt. 17 e 52 della Carta): tutelare il diritto di proprietà dei soci, anche

⁽⁷¹⁾ In questi termini si veda le decisioni della Corte europea dei diritti dell’uomo *Company S. and T. v. Sweden*, decisione n. 11189/84 del 11-12-1986, in *Décisions et rapports*, 50, pp. 138 ss. e *Sovtransavto Holding v. Ukraine*, decisione n. 48553/99, in *Recueil des arrêts et décisions*, 2002-VII, pp. 95 ss.

⁽⁷²⁾ Così in *D. Grainger and others v. the United Kingdom*, decisione n. 34940/10 del 10-7-2012, con riferimento al noto caso Northern Rock, in *RDS*, 2013, pp. 721 ss., con nota di T. ARIANI, L. GIANI, *La tutela degli azionisti nelle crisi bancarie*, cit.

⁽⁷³⁾ Si veda *Kotnik e altri*, C-526/14, 19 luglio 2016, ove la Corte di Giustizia dell’Unione europea ha escluso l’incompatibilità con la tutela proprietaria di cui godono azionisti e creditori subordinati ai sensi dell’art. 17 della Carta di Nizza dell’applicazione di misure di cancellazione e conversione di azioni e pretese computabili nei fondi propri (si tratta del c.d. *burden sharing*, cui è di regola condizionata la concessione di aiuti di stato alle banche, v. *supra* Cap. III, §6) nel caso in cui il pregiudizio subito dagli azionisti e dai creditori per effetto di tali misure è, comunque, non superiore a quello che avrebbero subito se l’aiuto di stato non fosse stato concesso.

quando essi abbiano integralmente perso il loro investimento, si traduce in un pregiudizio dei diritti dei creditori. L'esclusione dei soci di una società insolvente, anche qualora dovesse configurarsi come un esproprio, rappresenterebbe una privazione del diritto di proprietà legittima in ragione della necessità di proteggere il diritto dei creditori a trovare soddisfazione sul patrimonio del debitore ⁽⁷⁴⁾. Poiché in questo caso il valore del bene-partecipazione “espropriato” è, al netto della rendita di posizione dei soci, pari a zero, il rispetto del diritto di proprietà non impone la corresponsione ad essi di alcun indennizzo ⁽⁷⁵⁾.

Semmai, una forma di espropriazione illegittima dei soci potrebbe rinvenirsi nell'ipotesi in cui l'operazione di conversione dei crediti in capitale sia disposta senza permettere ai soci di conservare il valore degli elementi attivi inespressi a bilancio e plusvalori latenti (ad esempio, *know how*, reputazione, progetti avviati ⁷⁶), che potrebbero rendere l'investimento dei “vecchi” soci non ancora integralmente perduto. Per questo motivo, l'applicazione alle società ordinarie di un meccanismo concorsuale modellato sul *bail-in* richiederebbe, ai fini della legittimità costituzionale, che ai “vecchi” soci fosse concesso il diritto ad un’“ultima chiamata”. Ciò potrebbe ben realizzarsi con l'attribuzione di un diritto di opzione ai soci su un aumento di capitale che preveda l'azzeramento del *deficit* patrimoniale mediante sovrapprezzo e la ricostituzione del capitale sociale. Il diritto dei soci di conservare il valore della società

⁽⁷⁴⁾ In quest'ottica, si potrebbe persino arrivare a sostenere che la tutela dei diritti dei creditori – anch'essa ancorabile per opinione diffusa al diritto di proprietà (C. PROTO, *Evoluzione delle procedure concorsuali ed analisi degli interessi tutelati*, in *Fallimento*, 1998, pp. 869 ss. e, ivi, p. 871) – non si limiterebbe a consentire, ma *imporrebbe* l'esclusione dei diritti amministrativi dei soci in caso di insolvenza di una società di capitali.

⁽⁷⁵⁾ Considerazioni analoghe, seppur limitatamente all'ipotesi di *bail-in* bancario, sono state svolte da G. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, cit., pp. 1490 ss., il quale condivisibilmente evidenzia come l'equivoco della non “espropriabilità” della partecipazione dei soci in caso di insolvenza nasca dall'assunzione da parte delle carte costituzionali del paradigma della proprietà fondiaria, cui di regola è sempre attribuibile un valore, che mal si coniuga con la natura di “bene di secondo grado” della partecipazione societaria cui non sempre può essere riconosciuto un valore.

⁽⁷⁶⁾ Si veda, così, E. GINEVRA, *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie*, a cura di M. Notari, Milano, 2008, pp. 93 ss. e, ivi, p. 112. La preoccupazione che una ricapitalizzazione forzata possa tradursi in un'espropriazione di valori inespressi a bilancio è evidenziata, altresì, da F. GUERRERA, *La ricapitalizzazione “forzata” delle società in crisi: novità, problemi ermeneutici e difficoltà operative*, cit., p. 428, con riferimento alla disciplina delle proposte di concordato preventivo concorrenti (sulle quale, si veda *supra* Cap. I, §3.2).

inespresso a bilancio risulterebbe, in tal modo, sottoposto alla condizione della sottoscrizione dell'aumento di capitale (ovvero, indirettamente, della realizzazione di tale valore per mezzo della cessione del diritto di opzione), in maniera corrispondente a quanto già previsto in tema di proprietà in regime di comunione (che rappresenta la figura di riferimento per la descrizione del rapporto sociale, almeno nei suoi termini essenziali ⁷⁷). In particolare, l'onere di partecipare alla ricostituzione del capitale richiama la facoltà del partecipante che non intenda far fronte alle «*spese necessarie per la conservazione e per il godimento della cosa comune [...] di liberarsene con la rinunzia al suo diritto di proprietà*» (art. 1104 c.c.).

Passando all'esame delle tutele costituzionali per i creditori, occorre rilevare che la conversione dei crediti in capitale – se preceduta dal ripianamento integrale delle perdite (tramite riduzione o azzeramento del capitale sociale e dei crediti incapienti) – non penalizza dal punto di vista patrimoniale i creditori: si tratta semplicemente di sancire sul piano formale la posizione residuale da questi assunta per effetto delle perdite (sul punto, si veda anche quanto già detto *supra* al §5). Tuttavia, la generalizzazione di un meccanismo concorsuale di ricapitalizzazione interna – che sarebbe, come il *bail-in* bancario, privo di una verifica da parte del mercato in ordine all'effettivo valore del patrimonio – richiede che sia previsto un principio corrispondente al principio dell'assenza di pregiudizio vigente nella risoluzione ⁽⁷⁸⁾.

In sostanza, la tutela del diritto di proprietà sia dei creditori, sia dei soci (come visto sopra) dovrebbe fondarsi sul rispetto di un principio equivalente a quello dell'assenza di pregiudizio. Ciò pone, tuttavia, un diverso problema. Non può, infatti, celarsi un qualche l'imbarazzo nell'applicare un parametro “mobile”, al fine di valutare la legittimità costituzionale del trattamento assicurato dal legislatore ai soci e ai creditori nell'ambito degli strumenti concorsuali alternativi al fallimento (tra cui, anche, un eventuale meccanismo di ricapitalizzazione “interna”). Il legislatore, infatti, potendo modificare la disciplina del fallimento, sarebbe in grado, di riflesso, di

⁽⁷⁷⁾ In tal senso, si veda M. LIBERTINI, *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale.*, cit., p. 199.

⁽⁷⁸⁾ Come si è visto, l'ordinamento italiano assolve già a tale esigenza richiedendo che, in caso di ricorso a procedure e strumenti di gestione della crisi di impresa che non prevedano la necessaria liquidazione del patrimonio dell'impresa e che non si basino sul consenso individuale dei creditori coinvolti, debba essere assicurato a ciascun creditore un trattamento almeno pari a quello che sarebbe ad esso spettato nell'ambito delle «*alternative concretamente praticabili*». Sul tema, si veda *supra* Capitolo II, §6.1, testo e nt. 119.

rendere più o meno stringente la tutela proprietaria degli azionisti e dei creditori ⁽⁷⁹⁾. Il risultato paradossale sarebbe quello di imporre al legislatore ordinario un vincolo costituzionale da lui stesso concretamente stabilito. Sembra pertanto possibile ipotizzare che la funzione di parametro del rispetto dei diritti di proprietà degli azionisti e dei creditori assunta dalla procedura concorsuale liquidatoria (ossia, del fallimento) finisca per vincolare la libertà del legislatore nel disciplinare la stessa. Sarebbe probabilmente in contrasto il fondamentale principio di ragionevolezza sancito dall'art. 3 Cost. – che impone che le scelte del legislatore presentino i caratteri della logica e della non contraddittorietà ⁽⁸⁰⁾ – una modifica normativa della procedura concorsuale liquidatoria che fosse volta a rendere un meccanismo concorsuale alternativo alla liquidazione più facilmente compatibile con i diritti fondamentali dei titolari di pretese verso la società insolvente.

Infine, la valutazione della compatibilità costituzionale della previsione, per tutte le società per azioni, di un meccanismo di ricapitalizzazione “interna” dovrebbe avvenire anche sulla base della libertà di iniziativa economica dei privati sancita dall'art. 41 Cost. Infatti, i creditori si troverebbero a partecipare ad un'attività economica che potrebbero, a maggioranza, decidere di proseguire, impendendo alla minoranza di creditori dissenzienti di ottenere il rimborso, seppur parziale, del loro credito mediante la liquidazione del patrimonio sociale ⁽⁸¹⁾. Tuttavia, rispetto a tali perplessità, pare potersi obiettare che tutti i creditori volontari (cui è riferibile la libertà di iniziativa economica), finanziando la società, accettano sempre, implicitamente, la possibilità di trovarsi a partecipare all'attività imprenditoriale della società finanziata,

⁽⁷⁹⁾ Il rilievo si presta ad essere riproposto, negli stessi termini, con riferimento al *bail-in* bancario. *Quid* di una modifica della liquidazione coatta amministrativa che, al fine di agevolare l'applicazione degli strumenti di risoluzione, rendesse tale procedura meno efficiente in termini di recupero per i creditori? Sul tema, si veda anche quanto detto *supra* al Capitolo II, §6.1.

⁽⁸⁰⁾ In questo senso, si veda la giurisprudenza della Corte Costituzionale che, su tale base, ha da tempo affermato che una legge è affetta da «*vizio di legittimità se si accertasse che la legge abbia predisposto mezzi assolutamente inidonei o contrastanti con lo scopo che essa doveva conseguire ovvero se risultasse che gli organi legislativi si siano serviti della legge per realizzare una finalità diversa da quella di utilità generale*» (Corte Costituzionale n. 14 del 1964, in *Giur. cost.*, 1964, pp. 129 ss.).

⁽⁸¹⁾ In alcuni ordinamenti, tra cui in particolare in quello tedesco, analoghe considerazioni di carattere costituzionale hanno indotto a prevedere che l'attribuzione di partecipazioni ai creditori debba sempre presupporre il consenso individuale del creditore, in assenza del quale si impone una soddisfazione in denaro (§225a, para 2, seconda frase, *InsO*).

quando ciò sia stato consentito dalla legge ⁽⁸²⁾. Non si dovrebbe ravvisare, pertanto, alcuna lesione della libertà di iniziativa economica dei creditori ⁽⁸³⁾.

6.2. I vincoli imposti dal diritto europeo

L'ordinamento europeo sembra poter porre alcuni limiti alla generalizzazione degli aspetti essenziali del meccanismo concorsuale alla base del *bail-in*. In ragione della sovraordinazione gerarchica delle fonti normative europee rispetto a quelle nazionali ⁽⁸⁴⁾, occorre dunque individuare i limiti che tale ordinamento pone ad un ripensamento da parte del legislatore nazionale della disciplina concorsuale applicabile alle società di capitali.

Al riguardo, l'analisi deve prendere avvio dalla disciplina posta dalla II Direttiva comunitaria in materia di armonizzazione del diritto societario (direttiva 77/91/CEE, ora rifusa nella direttiva 2012/30/UE), emanata con l'intento di garantire equivalente tutela nei vari Stati membri agli interessi degli azionisti delle

⁽⁸²⁾ La prospettiva di una conversione non può, infatti, ignorarsi in un contesto in cui l'ordinamento prevede con chiarezza la possibilità che le pretese dei creditori vengano convertite in capitale sociale con il consenso della maggioranza dei creditori interessati (cfr. art. 160, comma 1, lett. a.; art. 182-*septies*, comma 2, l.f.) e, nel caso di formazione di classi, anche con il dissenso della maggioranza dei creditori direttamente coinvolti dall'operazione di conversione, purché la proposta di concordato sia approvata con le maggioranze di cui all'art. 177, comma 1, e non sia stata proposta opposizione all'omologazione o essa sia risultata infruttuosa (art. 180, comma 4, secondo periodo, l.f.).

Sul tema, nel senso della compatibilità con l'art. 41 Cost. della conversione dei crediti in capitale, si veda, con vari argomenti, L. STANGHELLINI, *Sub art. 124*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, a cura di A. Jorio, M. Fabiani, Bologna, 2007, pp. 1946 ss. e, ivi, p. 1961 (nt. 29); F. FIMMANÒ, *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. soc.*, 2010, pp. 57 ss. e, ivi, p. 94 (nt. 132). Ulteriori argomenti in questo senso possono evincersi dalla sentenza della Cass., sez. I, 7 maggio 2014, n. 9841, in *Fallimento*, 2015, pp. 59 ss., di cui si è già detto *supra* al §2, nt. 15. In senso contrario, E. NORELLI, *Il giudizio di omologazione del concordato preventivo*, in *Trattato delle procedure concorsuali*, a cura di L. Ghia, F. Severini, C. Piccini, vol. 4, Milano, 2011, pp. 497 ss. e, ivi, p. 515.

⁽⁸³⁾ Le previsioni normative che regolano la conversione dovrebbero, dunque, ritenersi una fonte eteronoma del contratto in caso di finanziamento ad una società di capitali. L'ordinamento già consente, peraltro, che modifiche peggiorative delle condizioni di finanziamento siano imposte alla minoranza di creditori dissenzienti nel caso di prestiti obbligazionari, anche laddove ciò non sia espressamente previsto dal contratto (art. 2415, commi 1 e 3, c.c.).

⁽⁸⁴⁾ Le società a responsabilità limitata non rientrano nell'ambito di applicazione della II Direttiva e, dunque, il diritto europeo non pone ostacoli per esse al trasferimento del controllo sul patrimonio sociale tramite la conversione coattiva dei crediti in quote. Resta tuttavia il dubbio se, in ragione dell'accentuato elemento personalistico caratterizzante la società a responsabilità limitata, sia opportuno estendere anche con riferimento a questo tipo sociale meccanismi analoghi al *bail-in*.

società per azioni (non invece delle società a responsabilità limitata, cui la direttiva risulta inapplicabile) ⁽⁸⁵⁾. Tale direttiva, infatti, contiene una serie di norme che attribuiscono ai soci, in sede assembleare, la competenza deliberativa in merito ad operazioni sul capitale di società per azioni ⁽⁸⁶⁾, con la sola eccezione dell'ipotesi di riduzione coattiva del capitale ad opera dell'autorità giudiziaria ⁽⁸⁷⁾. Tuttavia, essa non prevede alcunché in merito all'ipotesi in cui la società si trovi in stato di insolvenza e, come si è visto nel Capitolo I, l'attribuzione ai soci di diritti amministrativi in tale scenario contrasta con i principi che si pongono alla base della distribuzione del controllo e del valore all'interno nella società per azioni (v. *supra* Cap. I, §2.3).

Si pone, pertanto, il dubbio se il silenzio del legislatore europeo in relazione agli effetti della crisi della società sull'attribuzione del potere di disporre su operazioni sul suo capitale debba ricondursi alla tradizionale concezione del diritto societario come di qualcosa nettamente distinto dal diritto concorsuale, diffusa non solo in Italia ma anche in Europa ⁽⁸⁸⁾, oppure sia il frutto della scelta consapevole di attribuire, in tutti i casi, tale potere agli azionisti. In questa seconda ipotesi, dovrebbe concludersi per l'incompatibilità con l'ordinamento europeo dell'introduzione di un meccanismo che sfrutti la struttura societaria per trasferire il controllo ai creditori, senza passare da una liquidazione del patrimonio e dai costi ad essa associati (v. *supra* §4) e senza, altresì, incorrere nel costo derivante dalla perdita di posizione di cui i soci godono in

⁽⁸⁵⁾ Proprio alla luce dell'inapplicabilità della disciplina della II Direttiva alle società a responsabilità limitata, il disegno di legge di riforma delle procedure concorsuali n. 5171, presentato il 20 luglio 2004 stabiliva che il procedimento ivi previsto al fine di trasferire l'impresa ai creditori mediante la riduzione del capitale per perdite e il contestuale aumento (l'art. 7, comma 10, lett. a, del d.d.l.) trovasse applicazione solo alle società a responsabilità limitata. Il rischio, altrimenti, di introdurre una normativa incompatibile con le previsioni della II Direttiva è espressamente contemplato all'interno della relazione illustrativa a tale disegno di legge. Sul tema, si veda più ampiamente L. STANGHELLINI, *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Riv. soc.*, 2004, pp. 1041 ss. e, ivi, p. 1075 (nt. 78).

⁽⁸⁶⁾ In particolare, la II Direttiva, nel testo attualmente vigente (direttiva 2012/30/UE), dispone che «*in caso di perdita grave del capitale sottoscritto, l'assemblea deve essere convocata nel termine previsto dalla legislazione degli Stati membri, per esaminare se sia necessario sciogliere la società o prendere altri provvedimenti*» (art. 19), prevedendo poi che «*qualsiasi riduzione del capitale sottoscritto, eccettuata quella disposta con decisione giudiziaria, deve almeno essere subordinata a una decisione dell'assemblea*» (art. 34) e che «*gli aumenti di capitale sono decisi dall'assemblea*» (art. 29, comma 1).

⁽⁸⁷⁾ Nell'ordinamento italiano, la possibilità che l'autorità giudiziaria riduca il capitale sociale di una s.p.a., se non vi provvede l'assemblea, è prevista dall'art. 2446, comma 2, c.c.

⁽⁸⁸⁾ Si veda, T. RICHTER, *Reconciling the European Registered Capital Regime with Modern Corporate Reorganization Law: Experience from the Czech Insolvency Law Reform*, cit., p. 360. Più in generale, sul tema, si veda *supra* il Cap. I, §3.

ragione del tradizionale potere di veto ad essi spettante in relazione alle operazioni societarie (v. *supra* Cap. I §3.1) ⁽⁸⁹⁾.

Il dubbio che la II Direttiva possa trovare applicazione anche con riferimento al caso in cui la società per azioni sia ormai insolvente potrebbe sembrare, peraltro, avvalorato dal fatto che la disciplina del *bail-in* prevede una deroga espressa al riguardo ⁽⁹⁰⁾. Tuttavia, occorre ricordare che il presupposto oggettivo per l'applicazione del *bail-in* è, per ragioni specificamente attinenti alle esigenze prudenziali connesse con le crisi bancarie – anticipato ad un momento anteriore rispetto all'integrale perdita dell'investimento dei soci (v. *supra* §5). In altri termini, la deroga prevista dalla disciplina della risoluzione bancaria in relazione all'applicabilità delle norme poste dalla II Direttiva sarebbe coerente con il fatto che la sottoposizione di una banca a risoluzione può avvenire anche qualora lo squilibrio patrimoniale o finanziario non sia attuale.

La questione circa la sussistenza, anche in caso di insolvenza, di una competenza esclusiva degli azionisti è già passata, a dire il vero, al vaglio della giurisprudenza europea, che tuttavia non ha compiutamente chiarito la questione, lasciando vivo un ampio dibattito dottrinale recentemente rinvigorito dalla discussa compatibilità di alcune riforme attuate da alcuni Stati membri ⁽⁹¹⁾. In sostanza, la Corte di Giustizia – con le pronunce cui ci si riferisce, che risalgono agli anni novanta

⁽⁸⁹⁾ Tale presunta incompatibilità è radicalmente esclusa da C. KERSTING, *Combating the Financial Crisis: European and German Corporate and Securities Laws and the Case for Abolishing Sovereign Debtors' Privilege*, in *Texas International Law Journal*, 2012, pp. 269 ss. e, ivi, p. 279, sulla base del fatto che la II Direttiva è volta – in una prospettiva di tutela degli investitori nell'ambito del mercato interno – a mantenere un corretto equilibrio di competenze in caso di conflitto tra gli organi sociali, non invece a limitare eventuali misure adottate da autorità statali.

⁽⁹⁰⁾ Si noti che l'art. 123 della direttiva BRR interviene sulla II Direttiva (dir. 2012/30/UE), modificando l'art. 43 della stessa in modo da imporre agli Stati membri di escludere in materia di risoluzione bancaria l'applicabilità delle previsioni in tema di competenza esclusiva dei soci relativamente alle operazioni sul capitale delle società per azioni.

⁽⁹¹⁾ Il riferimento è alle recenti riforme introdotte in Germania, Francia, Repubblica Ceca e, da ultimo, Italia (v. *supra* Cap. I, §3.2 e §3.3) che hanno sottratto ai soci il potere di deliberare operazioni sul capitale nell'ambito della riorganizzazione di società in crisi. Sul tema, si veda in dottrina T. RICHTER, *Reconciling the European Registered Capital Regime with Modern Corporate Reorganization Law: Experience from the Czech Insolvency Law Reform*, cit., pp. 358 ss.; T. ARIANI, L. GIANI, *La tutela degli azionisti nelle crisi bancarie*, cit., pp. 726 ss.; B.J. ATTINGER, *Crisis management and bank resolution: Quo vadis, Europe?*, cit., p. 29; L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., p. 210 (nt. 49).

e hanno avuto ad oggetto la normativa ellenica per la gestione delle crisi bancarie ⁽⁹²⁾ – ha affermato che gli azionisti non possono essere privati della loro competenza in materia di operazioni sul capitale sociale «*finché non vi sia stato spossessamento degli azionisti e degli organi normali della società*» ⁽⁹³⁾. Ne dovrebbe discendere la possibilità di sottrarre tale competenza agli azionisti (attribuendola, ad esempio ai creditori o all'autorità giudiziaria) quando ciò avvenga nel contesto di una procedura fallimentare o di concordato preventivo, dal momento che tali procedure comportano senza dubbio lo spossessamento parziale o totale del debitore (come confermato dallo stesso legislatore europeo, che le ha ricomprese nell'ambito di applicazione del Regolamento UE n. 2015/848) ⁽⁹⁴⁾.

Inoltre, occorre notare che, nei casi esaminati dalla Corte di Giustizia, l'autorità amministrativa ellenica aveva disposto l'aumento del capitale sociale, senza previo azzeramento, con l'effetto di mantenere in vita la partecipazione dei vecchi azionisti, benché diluita all'esito dell'operazione. Poiché la II Direttiva non impedisce una

⁽⁹²⁾ La normativa ellenica prevedeva che – nel caso di gravi difficoltà finanziarie di una banca – fosse nominato un amministratore temporaneo con tutti i poteri degli organi sociali, tra cui anche quello di ricapitalizzare la banca in crisi. Cfr. i seguenti casi: (a) C-441/93, *Panagis Pafitis and others v. Trapeza Kentrikis Ellados A.E. and others* del 12 marzo 1996 (“Pafitis”); (b) C-381/89, *Syndesmos Melontis Eleftheras Evangelikis Ekkliisias and others v. Greek State and others* del 24 marzo 1992 (“Syndesmos Melon”); (c) C-19/90 a C 20-90, *Marina Karella and Nicolas Karellas v Minister for Industry, Energy and Technology and Organismos Anasykerotiseos Epicheiriseon AE* del 30 maggio 1991 (“Karella”).

⁽⁹³⁾ In questo senso, si veda *Karella*, paragrafi 28 e 30 e, in maniera sostanzialmente coincidente, in *Syndesmos*, paragrafo 27. In misura parzialmente diversa e apparentemente più restrittiva *Pafitis*, secondo cui «*la direttiva continua ad applicarsi in caso di semplice disciplina di risanamento destinata ad assicurare la sopravvivenza della società, anche se questa disciplina comporta uno spossessamento temporaneo degli azionisti e degli organi normali della società*» (par. 57).

⁽⁹⁴⁾ L'art. 1, comma 1, lett. a, del Regolamento (UE) n. 2015/848, in cui è stato rifiuto il Regolamento CE n. 1346/2000, definisce il proprio ambito di applicazione come limitato alle «*procedure concorsuali [...] in cui, a fini di salvataggio, ristrutturazione del debito, riorganizzazione o liquidazione, [...] un debitore è spossessato, in tutto o in parte, del proprio patrimonio*» (sottolineatura aggiunta) e, con riferimento all'ordinamento italiano, identifica espressamente tra queste il fallimento, il concordato preventivo, la liquidazione coatta amministrativa, l'amministrazione straordinaria, gli accordi di ristrutturazione e le procedure di composizione della crisi da sovraindebitamento del consumatore (Allegato A, Reg. n. n. 2015/848). Per una lettura analoga, anche se non specificamente riferita al fallimento e alla procedura di concordato preventivo, si veda T. RICHTER, *Reconciling the European Registered Capital Regime with Modern Corporate Reorganization Law: Experience from the Czech Insolvency Law Reform*, cit., p. 363.

Si consideri che le vicende che sono state oggetto delle decisioni della CGCE (v. *supra* nt. 92) riguardavano misure espressamente definite come di «*ordinaria riorganizzazione*», per le quali era, quindi, assolutamente palese l'assenza di una forma di «*spossessamento*» nel contesto di «*un regime di amministrazione obbligatoria per salvaguardare i diritti dei creditori*».

riduzione del capitale per decisione dell'autorità giudiziaria (art. 34), in caso di azzeramento del capitale ad opera del giudice (con conseguente esclusione dei "vecchi" soci), sembrerebbe essere consentita l'attribuzione del potere di deliberare il successivo aumento di capitale a soggetti diversi dai soci, senza con ciò violare la II Direttiva. In altri termini, la previsione di una inderogabile competenza assembleare sussisterebbe fintanto si tratti di perdita, anche grave, del capitale sociale (cfr. art. 19 della II Direttiva), ma non quando le perdite siano tali da aver integralmente privato la società del proprio capitale.

Non si può trascurare, infine, che – oltre a tali considerazioni di diritto – l'accresciuta consapevolezza, anche a livello politico, della funzione economica delle procedure concorsuali (riflessa anche nei recenti interventi normativi che, in molti Stati membri, hanno privato gli azionisti del potere di decidere operazioni sul capitale di una società in crisi) consente di ritenere non improbabile che la Corte di Giustizia dell'Unione Europea – se fosse chiamata nuovamente a decidere sull'argomento, a distanza di più di vent'anni dalle sue ultime pronunce – possa discostarsi dal proprio risalente orientamento e restringere ulteriormente l'ambito di applicazione della II Direttiva nel caso di crisi societaria ⁽⁹⁵⁾.

⁽⁹⁵⁾ A conferma di quanto appena rilevato, può segnalarsi una recente pronuncia della Corte di Giustizia dell'Unione Europea (*Kotnik e a.*, C-526/2016) che – pur non prendendo compiutamente posizione sulla portata dei limiti imposti dalla II Direttiva – ha sostenuto che le misure previste da tale direttiva al fine di garantire una protezione uniforme, nel mercato interno, dei diritti degli investitori (azionisti e creditori) «*riguardano il funzionamento ordinario delle società per azioni*» e, pertanto, la II Direttiva «*non osta a che misure relative al capitale sociale siano adottate, in talune specifiche circostanze [...] senza approvazione dell'assemblea dei soci*». Le «*specifiche circostanze*» cui la sentenza fa riferimento sono rappresentate dalle misure di condivisione degli oneri (c.d. *burden sharing*) da parte degli azionisti e creditori subordinati cui la Comunicazione sul settore bancario del 2013 pubblicata dalla Commissione europea condiziona, di regola, la compatibilità con il mercato interno degli aiuti di stato a favore delle banche (sul tema, v. *supra* Cap. III, §6). Sebbene si tratti, dunque, di ipotesi che coinvolgono interessi pubblici – sui quali peraltro la pronuncia in questione fa leva al fine di rafforzare le argomentazioni svolte nel senso della compatibilità tra detta Comunicazione e le previsioni della II Direttiva – sembrerebbe leggersi l'intenzione della Corte di offrire uno spiraglio verso il rilassamento dei vincoli in passato ritenuti imposti dalla II Direttiva nell'ambito delle crisi societarie.

Con riferimento alla stessa vicenda, risultano interessanti anche le conclusioni presentate il 18 febbraio 2016 dall'avvocato generale Nils Wahl, il quale afferma: «*metterei in guardia da un'interpretazione della sentenza Pafitis secondo la quale essa stabilisce un principio di generale applicazione. Tale sentenza è stata emessa in un contesto in cui le circostanze fattuali e il panorama giuridico erano piuttosto differenti. [...] tanto il diritto primario quanto quello secondario dell'Unione nel frattempo si sono evoluti in modo considerevole*» (punti 103 e 105).

Sul punto, sembra pertanto possibile concludere che, nell'ambito delle procedure concorsuali che prevedano uno spossessamento anche "debole" (come nel caso del concordato preventivo, v. *supra*), quando il patrimonio sociale sia incapiente, il legislatore nazionale possa legittimamente prevedere l'attribuzione del potere di deliberare circa la ricostituzione del capitale sociale a soggetti diversi dagli azionisti riuniti in assemblea ⁽⁹⁶⁾. Potrebbe, inoltre, ammettersi la sottrazione della competenza in materia degli azionisti, al di fuori di una procedura di fallimento o di concordato preventivo, nell'ipotesi in cui il capitale sociale sia andato integralmente perduto e, pertanto, l'autorità giudiziaria possa ridurre coattivamente lo stesso con l'effetto di escludere i "vecchi" soci. Ciò, ferma la possibilità che un'ulteriore allentamento dei vincoli posti in tema di operazioni sul capitale sociale dalla II Direttiva provenga, come detto, dall'evoluzione della giurisprudenza europea.

Tuttavia, nella prospettiva della generalizzazione di un meccanismo concorsuale che operi mediante una ricapitalizzazione "interna", la II Direttiva non viene in rilievo soltanto per le previsioni in materia di competenza alla deliberazione di operazioni che incidono sul capitale sociale. Tale direttiva, infatti, contiene anche la previsione di un diritto di opzione agli azionisti «*nel caso di aumento di capitale sottoscritto mediante conferimenti in denaro, [...] in proporzione della quota di capitale rappresentata dalle loro azioni*» ⁽⁹⁷⁾. Un'interpretazione letterale di tale previsione condurrebbe a ritenerla inapplicabile all'ipotesi di trasferimento ai creditori del controllo sul patrimonio della società insolvente mediante la conversione delle loro pretese in azioni: è legittimo dubitare che, in tal caso, l'aumento possa considerarsi sottoscritto mediante «*conferimenti in denaro*» ⁽⁹⁸⁾ e, soprattutto, in caso di integrale perdita del capitale sociale la riduzione coattiva dello stesso da parte dell'autorità giudiziaria (v. *supra*) consente di escludere che i "vecchi" soci continuino ad avere una «*quota di capitale rappresentata*

⁽⁹⁶⁾ Le stesse considerazioni possono essere estese alle operazioni di fusione, in merito alle quali la direttiva 78/855/CEE (c.d. III Direttiva) prevede una competenza degli azionisti in sede assembleare analoga a quella prevista dalla II Direttiva in materia di operazioni sul capitale («*La fusione deve essere deliberata per lo meno dall'assemblea generale di ciascuna delle società partecipanti alla fusione*», cfr. art. 7, par. 1, III Direttiva).

⁽⁹⁷⁾ Cfr. art. 33 della II Direttiva, rifiuta nella direttiva 2012/30/UE.

⁽⁹⁸⁾ Ciò, quantomeno, nell'ipotesi in cui si qualifichi la conversione delle pretese dei creditori in partecipazioni quale una forma di *datio in solutum*, che pertanto non sembra facilmente inquadrabile nell'ambito dei conferimenti in denaro. In merito al possibile inquadramento giuridico dell'operazione economica di trasformazione di pretese creditorie in partecipazioni sociali, si veda quanto detto *supra* al Capitolo III, §5.2 e, in specie, alla nt. 130.

dalle loro azioni»⁽⁹⁹⁾. Tuttavia, è da ritenere che questa previsione debba essere necessariamente letta alla luce dei diritti costituzionali di cui sono titolari gli azionisti, che escludono che essi possano essere legittimamente espropriati del valore positivo della loro partecipazione sociale, specie senza alcun indennizzo, nell'ipotesi – remota, ma non impossibile – in cui tale valore sia il risultato di elementi attivi nel patrimonio della società inespresi a bilancio (v. *supra* §6.1). Come si dirà meglio più avanti, il riconoscimento di un diritto di opzione in favore dei “vecchi” azionisti nelle ipotesi in cui possa sussistere un dubbio sulla non integrale perdita dell'investimento da questi effettuato non osta alla generalizzazione di meccanismi di trasferimento del controllo alternativi alla liquidazione (v. *infra* §0). A ciò va in ogni caso aggiunto che, nel nostro ordinamento, sono già presenti diverse ipotesi in cui si ritiene legittimo limitare o escludere il diritto di opzione degli azionisti⁽¹⁰⁰⁾.

7. Uno sguardo all'evoluzione dell'ordinamento italiano

L'esame dei limiti posti dalle garanzie costituzionali previste in favore degli azionisti e dei creditori (v. *supra* §6.1) e dei vincoli derivanti dall'ordinamento europeo (v. *supra* §6.2) permette di ritenere che non vi siano impedimenti oggettivi alla generalizzazione, per tutte le società per azioni, di meccanismi concorsuali che, operando sulla struttura societaria, realizzino una ricapitalizzazione “interna”. Tuttavia, prima di poter formulare alcune ipotesi, occorre prendere in esame il contesto normativo attuale e valutare se esso appaia compatibile con un'estensione, *de iure condendo*, di modalità di trasferimento del controllo ai creditori di una società di capitali insolvente analoghi a quelle previste dallo strumento del *bail-in* bancario.

⁽⁹⁹⁾ Si tratta della conclusione che raggiunge T. RICHTER, *Reconciling the European Registered Capital Regime with Modern Corporate Reorganization Law: Experience from the Czech Insolvency Law Reform*, cit., pp. 365 ss.

⁽¹⁰⁰⁾ Pur nell'impossibilità di affrontare compiutamente in questa sede il tema della legittimità dell'esclusione del diritto di opzione, si segnala che essa è stata ravvisata quando finalizzata a garantire la sopravvivenza della società mediante un'operazione che preveda l'assegnazione della totalità delle azioni di nuova emissione ai creditori nell'ambito di una procedura concorsuale o al fine di evitare il ricorso a tale procedura (così, L. STANGHELLINI, *Sub art. 2447 c.c.*, cit., pp. 2729 ss.). Tale tesi risulta avvalorata dalle modifiche apportate con il d.l. n. 83/2015, conv. in l. n. 132/2015, con cui sono state introdotte le proposte concorrenti e si è consentito che esse prevedano «un aumento di capitale della società con esclusione o limitazione del diritto d'opzione» (art. 163, comma 5, l.f.).

Al riguardo, sembra possibile identificare nell'ambito dell'ordinamento italiano due fondamentali linee evolutive, tra loro compatibili, che permetterebbero di ritenere l'attuale contesto normativo propizio ad un ripensamento delle tradizionali procedure concorsuali applicabili alle società per azioni. Tali linee evolutive saranno affrontate nei prossimi paragrafi, partendo dal fenomeno di "societarizzazione" del diritto concorsuale attualmente in corso e passando, successivamente, ad esaminare i rapporti tra capitale di rischio e capitale di debito.

7.1. *La recente "societarizzazione" del diritto fallimentare*

Come si è visto in precedenza, il tradizionale assetto delle procedure concorsuali ha potuto affermarsi in un contesto normativo ben diverso da quello attuale, all'interno del quale la distinzione tra l'ambito di operatività del diritto societario (la struttura organizzativa e finanziaria della società) e quello del diritto concorsuale (il patrimonio del debitore, qualunque natura esso abbia) risultava pienamente giustificata (v. *supra* §3). In questo quadro, si comprende come le procedure concorsuali siano strutturate in modo tale da realizzare il trasferimento del controllo ai creditori, quasi sempre, mediante la liquidazione del patrimonio. Nei rari casi in cui si rende concretamente possibile trasferire il controllo dell'impresa collettiva ai creditori utilizzando lo strumento societario, ciò avviene poiché i creditori hanno superato il potere di veto dei soci accettando che questi estraessero valore a loro discapito ⁽¹⁰¹⁾. Tale assetto appare evidentemente irragionevole alla luce delle considerazioni svolte nel Capitolo I in merito alla ripartizione del controllo e del valore nelle società di capitali e all'incidenza della crisi societaria su tale ripartizione.

Prendendo atto di queste considerazioni e sfidando il peso della tradizione, il legislatore ha intrapreso, negli ultimi anni, un processo di "societarizzazione" del

⁽¹⁰¹⁾ È bene precisare che, talvolta, l'attribuzione di valore ai soci non è il risultato di un utilizzo "estorsivo" del potere di veto dei soci, ma riflette il valore della collaborazione del "vecchio" gruppo di controllo. Cfr. L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., pp. 56 ss.

diritto fallimentare ⁽¹⁰²⁾. Tale processo può essere, a ben vedere, inserito nell'ambito di una più ampia tendenza internazionale ⁽¹⁰³⁾.

Il primo atto di tale percorso sembra essere stato l'introduzione nel 2012 dell'art. 182-*sexies*, l.f., con il quale si è previsto che gli obblighi di ricapitalizzazione nelle s.p.a. e nelle s.r.l. vengano sospesi in caso di deposito di una domanda di concordato o di una proposta di accordo di ristrutturazione ⁽¹⁰⁴⁾. Nella stessa direzione, ma con ancora più decisione, si è mosso l'ultimo intervento del legislatore sulla legge fallimentare (d.l. n. 27 giugno 2015, n. 83, conv. in l. 6 agosto 2015, n. 132). Come si ricorderà, tale intervento ha previsto che i creditori di una società per azioni o di una società a responsabilità limitata ammessa alla procedura di concordato preventivo possano presentare, in presenza di determinati presupposti, una o più proposte alternative a quella della società debitrice, al cui interno essi possono prevedere anche un aumento di capitale della società, eventualmente con esclusione o limitazione del diritto d'opzione dei “vecchi” soci, che – qualora la proposta venga approvata dai creditori e omologata dal tribunale – potrà essere attuato anche senza o contro la volontà dei soci (v. *supra* Cap. I, §3.2).

La rilevanza sistematica di quest'ultimo intervento di riforma appare imponente. In primo luogo, si è rotto il “monopolio” del debitore nella definizione dei termini secondo cui può essere realizzata una soluzione concordata della crisi (in altre parole, si è impedito che il debitore metta i propri creditori di fronte ad una

⁽¹⁰²⁾ La recente letteratura ha coniato, per tale fenomeno, il termine di “diritto societario della crisi” (definizione che si deve, in particolare, a U. TOMBARI, *I finanziamenti dei soci e i finanziamenti infragruppo dopo il decreto sviluppo: prededucibilità o postergazione? Prime considerazioni di diritto societario della crisi*, pubblicato il 20 dicembre 2012 su www.ilfallimentarista.it). Deve tuttavia rilevarsi che, più che la nascita di un diritto societario della crisi, ciò a cui si sta assistendo sembra essere una “societarizzazione del diritto fallimentare”. Sempre più spesso vengono inserite, nel corpo del diritto fallimentare, disposizioni che prendono in considerazione il debitore avente natura societaria e che adeguano la disciplina concorsuale alle caratteristiche e alle opportunità conseguenti a tale natura.

⁽¹⁰³⁾ Al riguardo, si rimanda al Capitolo I, §3.3.

⁽¹⁰⁴⁾ Invero, è possibile rivenire un precedente più risalente di coordinamento normativo tra diritto fallimentare e diritto societario nell'art. 106 del d.lgs. n. 58/1998 che, al comma 5°, ha consentito alla Consob di escludere, con proprio regolamento, l'obbligo di proporre un'offerta pubblica di acquisto sulla totalità dei titoli ammessi alla negoziazione quando il superamento della soglia di partecipazione rilevante si verifica per effetto di «operazioni dirette al salvataggio di società in crisi». In attuazione di tale previsione, l'art. 49, comma 1, lett. b, n. 1(i), Reg. Consob n. 11971 ha disposto che non vi sia obbligo di OPA quando l'acquisto è «compiuto in presenza di una ricapitalizzazione della società quotata ovvero altro intervento di rafforzamento patrimoniale e la società versa in una situazione di crisi attestata da ammissione a una procedura concorsuale prevista dal R.D. n. 267 del 16 marzo 1942 o da altre leggi speciali».

situazione di “prendere o lasciare” rispetto alla proposta di concordato) ⁽¹⁰⁵⁾. In secondo luogo, in maniera ancora più rilevante nella prospettiva che qui interessa, si è reso lo strumento societario disponibile per i creditori, i quali – senza necessità del consenso della maggioranza dei soci – possono escludere la precedente compagine sociale e sostituirsi ad essa tramite la conversione delle loro pretese in partecipazioni sociali ⁽¹⁰⁶⁾. I limiti entro cui trova applicazione l’istituto delle proposte concorrenti non risulta, ad ogni modo, pienamente adeguato al fine di neutralizzare la rendita di posizione spettante ai soci (v. *supra* Cap. I, §3.2) ⁽¹⁰⁷⁾. Tuttavia, il ristretto ambito di operatività si spiega con preoccupazioni del legislatore in tema di incentivi alla precoce emersione della crisi ⁽¹⁰⁸⁾ e con l’esigenza di rendere non contestabile l’esistenza di una situazione di insolvenza, pur in mancanza di un accertamento giudiziale in merito, al fine di assicurare la compatibilità della disciplina con la tutela costituzionale della proprietà riconosciuta ai soci (v. *supra* §6.1) ⁽¹⁰⁹⁾. Sotto quest’ultimo profilo, tuttavia,

⁽¹⁰⁵⁾ Il debitore conserva, tuttavia, l’iniziativa esclusiva in merito all’avvio della procedura di concordato preventivo. È previsto nello schema di legge delega per la riforma organica delle procedure concorsuali elaborato dalla “Commissione Rordorf” che tale legittimazione venga attribuita anche al «*terzo [...] nel rispetto del principio del contraddittorio e con adozione di adeguati strumenti di tutela del debitore*» (art. 6, comma 1, lett. b, Schema di legge delega).

⁽¹⁰⁶⁾ Il meccanismo predisposto dal nostro legislatore prevede che, in mancanza della spontanea collaborazione da parte degli amministratori o dei soci, l’esecuzione “in forma specifica” della proposta omologata che preveda un aumento di capitale sia realizzata tramite un amministratore giudiziario, che si surroga agli amministratori o ai “vecchi” soci della società ai fini della convocazione dell’assemblea e dell’adozione della deliberazione (art. 185, comma 6). Tale soluzione ricorda, per alcuni aspetti, la soluzione adottata in Francia (v. *supra* Cap. I, §3.3). In effetti, come evidenziato espressamente dalla relazione illustrativa al disegno di legge di conversione, nel predisporre l’istituto delle proposte concorrenti il legislatore nazionale ha avuto contezza dell’evoluzione normativa internazionale («*La soluzione proposta in tema di debitori con natura societaria risponde ad un’esigenza sempre più avvertita in ambito internazionale*») e ha esaminato quanto previsto negli ordinamenti tedesco, francese e spagnolo.

⁽¹⁰⁷⁾ Ci si riferisce al requisito di ammissibilità previsto per le proposte concorrenti dall’art. 163, comma 5, l.f., ove si richiede che la proposta presentata dal debitore offra ai creditori chirografari una soddisfazione inferiore al 40% o, in caso di proposta di concordato con continuità, al 30%.

⁽¹⁰⁸⁾ In questa prospettiva, l’aspettativa dei soci di poter estrarre del valore a scapito dei creditori laddove questi non possano presentare una proposta concorrente (v. nota precedente) è stata vista dal legislatore come un opportuno incentivo a fare emergere la crisi in uno stadio precoce, quando il patrimonio sociale residuo consente ancora di presentare una proposta ai creditori chirografari che assicuri loro una soddisfazione non inferiore al 40% o, in caso di proposta di concordato con continuità, al 30%.

⁽¹⁰⁹⁾ Il tema della compatibilità costituzionale della disciplina delle proposte concorrenti è stato, recentemente, oggetto di ampio dibattito in dottrina, cfr. G. D’ATTORRE, *Le proposte di concordato preventivo concorrenti*, cit., p. 1164; M. FABIANI, *L’ipertrofica legislazione concorsuale fra nostalgie e incerte*

si rileva che una proposta che non prospetti ai creditori chirografari l'attribuzione dell'intero valore attualizzato della loro pretesa (ad esempio, tramite riscadenziamento con applicazione di congruo tasso di interessi o conversione della pretesa in partecipazioni sociali) dovrebbe equivalere ad una "confessione" da parte della società dello stato di incapienza patrimoniale, con conseguente piena prova dell'integrale perdita dell'investimento dei soci anche in assenza di un accertamento giudiziale.

Il d.l. n. 27 giugno 2015, n. 83, sembra dunque aver definitivamente sancito il superamento nel nostro ordinamento della netta divisione tra diritto societario e diritto fallimentare. In tale ottica, il recepimento della disciplina europea sul risanamento e la risoluzione delle crisi bancarie (BRRD) – che come si è visto contempla modalità di trasferimento del valore che agiscono anche (o soltanto, come nel caso del *bail-in*) sul soggetto – non può che contribuire al consolidamento di questa acquisizione ⁽¹¹⁰⁾. Non solo: vista la coerenza del substrato concettuale che caratterizza l'intervento del legislatore nazionale ed europeo e la conforme tendenza ravvisabile anche in altri ordinamenti (v. *supra* Cap. I, §3.3), potrebbero esservi i presupposti per un ripensamento della tradizionale distinzione tra capitale di rischio e capitale di debito. Di questo si occuperà il prossimo paragrafo.

7.2. Capitale di rischio e capitale di debito: una classificazione in crisi?

Occorre chiedersi se, nel nuovo contesto normativo, la consueta classificazione tra capitale di rischio e capitale di debito abbia ancora significato. La riforma operata dal recente legislatore fallimentare e, ancor più, l'ingresso nel nostro ordinamento dello strumento del *bail-in* – che tratta indistintamente le pretese qualificabili come capitale di rischio e di debito ⁽¹¹¹⁾ – potrebbero aver fornito, infatti, ulteriore impulso

contaminazioni ideologiche, in *IlCaso.it*, 6 agosto 2015, p. 9; G. BOZZA, *Le proposte e le offerte concorrenti*, in *FallimentieSocietà.it*, 2015, p. 6.

⁽¹¹⁰⁾ La scelta di superare il tradizionale limite di indisponibilità del soggetto è frutto, oltre che delle peculiarità dell'attività bancaria e delle fondamentali istanze pubbliche volte alla tutela della stabilità del sistema finanziario, anche da considerazioni di tipo diverso. Ciò è dimostrato, come detto, dal confronto con la disciplina del Dodd-Frank Act, che ha affrontato le medesime problematiche concernenti le crisi bancarie affrontate dalla BRRD senza, tuttavia, abbandonare la tradizionale prospettiva secondo le procedure concorsuali non incidono sulla struttura organizzativa e finanziaria del debitore (v. *supra* §2, nt. 22).

⁽¹¹¹⁾ Sul tema, si veda G. PRESTI, *Il bail-in*, cit., pp. 356 ss.

ad un processo di crisi di tale classificazione iniziato ormai diversi anni fa ⁽¹¹²⁾. Ciò rileva ai fini che interessano poiché – qualora non vi fosse più spazio per una caratterizzazione qualitativa della posizione dei soci e dei creditori – potrebbe senz'altro trovare minore resistenza da parte del sistema l'estensione generale di un meccanismo di ricapitalizzazione “interna” modellato sul *bail-in* bancario che, al fine di ripristinare il controllo in capo ai titolari di pretese capienti più subordinate (v. *supra* Cap. I, §1.2), tratta i soci e i creditori, indifferentemente, quali titolari di pretese verso la società, con la sola differenza del grado di priorità che deve ad essi essere riconosciuto.

Al riguardo, occorre in primo luogo segnalare che non solo i soci, ma anche i creditori di una società di capitali sono sottoposti al rischio di impresa ⁽¹¹³⁾. Ovviamente, rispetto ai soci, i creditori sopportano il rischio di impresa in seconda battuta e, pertanto, in misura necessariamente inferiore. In altri termini, dal punto di vista della sopportazione del rischio di impresa, la differenza tra soci e creditori non sembrerebbe avere natura qualitativa, ma riguarderebbe soltanto il profilo quantitativo del grado di aleatorietà della promessa di rimborso che la società ha prestato nei loro confronti. Quanto detto appare semplice da dimostrare in una prospettiva economica: dopo che le perdite derivanti dell'attività d'impresa abbiano eroso il margine di patrimonio netto esistente, esse incidono sulle pretese dei creditori

⁽¹¹²⁾ Già prima della riforma organica del diritto societario attuata con il d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, P. FERRO-LUZZI, *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, pp. 192 ss. e, ivi, p. 197, rilevava come tra capitale di rischio e capitale di debito si fossero inserite delle forme ibride «che tendono a costituire una linea pressoché continua di passaggio fra i due estremi, e che molto difficilmente consentono divisioni dicotomiche». Sul tema, si veda anche G. FERRI JR, *Investimento e conferimento*, cit., pp. 497 ss.

⁽¹¹³⁾ Si tratta di un'opinione ormai sempre più diffusa, cfr. M. NOTARI, *Partecipazione al rischio d'impresa, strumenti finanziari e categorie giuridiche*, in *Scritti giuridici per Piergaetano Marchetti. Liber discipulorum*, Milano, 2011, pp. 497 ss.; G. FERRI JR, *Il sistema e le regole del patrimonio netto*, in *RDS*, 2010, I, pp. 26 ss. e, ivi, pp. 33; ID., *Investimento e conferimento*, cit., p. 543, nt. 76; M. NOTARI, A. GIANNELLI, *Commento all'art. 2346, comma 6, c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, pp. 87 ss. e, ivi, pp. 115 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Capitale sociale*, in *Enciclopedia del diritto*, IV Aggiornamento, Milano, 2000, p. 195 ss. La letteratura sviluppatasi sul tema oltre i confini nazionali è giunta a conclusioni corrispondenti, si veda H. HANSMANN, *The Ownership of Enterprise*, cit., p. 47; S.L. SCHWARCZ, *Misalignment: Corporate Risk-Taking and Public Duty*, cit., p. 7.

La circostanza che i creditori partecipino «anche giuridicamente, al rischio di impresa» è peraltro riconosciuto dalla *Relazione al d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6* (in *Riv. soc.*, 2003, pp. 112 ss. e, ivi, p. 132), con riferimento alla disciplina dei prestiti obbligazionari introdotta all'art. 2411 c.c. dalla riforma organica del diritto societario.

riducendone la soddisfazione; di tale eventualità i creditori volontari sono (o, comunque, dovrebbero essere) ben consapevoli e possono, pertanto, conseguentemente parametrare la loro remunerazione in relazione all'entità del rischio da questi percepito (mediante la previsione di interessi o, quando non siano creditori finanziari, con l'applicazione di condizioni economiche che tengano conto del rischio di insoluto¹¹⁴) ⁽¹¹⁵⁾. Sembrerebbero tuttavia esserci indizi sufficienti per confermare che – anche in una prospettiva giuridica – il rischio di impresa grava sia sui soci, sia sui creditori (seppur in termini quantitativamente diversi). Il passaggio dalla responsabilità illimitata (dove i soci sopportano integralmente il rischio d'impresa) alle responsabilità limitate (dove i soci sopportano il rischio di impresa nei limiti del proprio conferimento) non può incidere sull'entità sostanziale del rischio di impresa, che l'ordinamento non può modificare, essendo un dato materiale, e che, dunque, accetta implicitamente che ricada sui creditori nel caso delle società di capitali ⁽¹¹⁶⁾. Inoltre, un indice della sopportazione del rischio di impresa anche da parte dei creditori sembrerebbe potersi identificare nel sistema delle revocatorie fallimentari che, nell'attuare la *par condicio creditorum*, pare volto a redistribuire equamente tra i creditori, in relazione alla gradazione della rispettiva pretesa, il rischio di impresa che su di essi grava ⁽¹¹⁷⁾.

⁽¹¹⁴⁾ La concessione di un termine per l'adempimento di un debito commerciale successivo all'esecuzione della controprestazione ha causa finanziaria. Così, G. FERRI JR, *Investimento e conferimento*, cit., p. 467 nt. 82 e M. MAUGERI, *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005, p. 151 ss. e, in specie, p. 153, il quale ne fa discendere l'applicabilità dell'art. 2467 c.c. anche a tali crediti.

⁽¹¹⁵⁾ La possibilità per i creditori volontari di remunerare il rischio d'impresa sopportato e, dunque, di porre a carico della società un costo determinato in considerazione dell'entità di tale rischio (per come da questi percepito) rende non condivisibile la tesi secondo cui tale fenomeno di traslazione del rischio di impresa sui creditori costituisce un'esternalità negativa (tale tesi è sostenuta da F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, cit., p. 6; G. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto degli LAS/IFRS.*, Torino, 2009, pp. 12 ss.). Sulla nozione di "esternalità", si veda F. DENOZZA, *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002, p. 28.

⁽¹¹⁶⁾ Spunti in questo senso possono trovarsi in M.M. BLAIR, *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century*, Washington D.C., 1995, p. 228.

⁽¹¹⁷⁾ La tesi della natura antindennitaria (o redistributiva) del sistema delle revocatorie fallimentari, ormai pressoché pacifica, ha evidenziato la vocazione della revocatoria fallimentare alla socializzazione del rischio di impresa. Sul tema, si veda L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., p. 275; G. MINUTOLI, *In difesa dell'istituto revocatorio (brevi riflessioni sulle nuove revocatorie fallimentari ex d.l. 14 marzo 2005 n. 35)*, in *Dir. fall.*, 2005, I, pp. 809 ss.

Non sembrerebbe nemmeno possibile distinguere tra capitale di debito e capitale di rischio riconducendo quest'ultimo agli schemi della proprietà. Al riguardo, se si pretende infatti di riferire il diritto di proprietà dei soci al patrimonio sociale, tale tentativo deve immediatamente arrestarsi nella personalità giuridica che connota in maniera distintiva le società di capitali: la proprietà del patrimonio sociale spetta alla società, che è un soggetto di diritto autonomo e distinto da coloro che vi partecipano (v. *supra* Cap. I, §1.1) ⁽¹¹⁸⁾. Se quindi si vuole utilizzare il concetto di “proprietà” con riferimento al rapporto tra soci e patrimonio sociale, occorre avere consapevolezza che esso inevitabilmente viene ad assumere un’accezione ben diversa da quella tradizionalmente riconosciutagli in via generale dal diritto civile ⁽¹¹⁹⁾. Il socio non è titolare di alcun diritto assoluto sui beni sociali in considerazione della sua partecipazione alla società, ma vanta un diritto verso la società a partecipare proporzionalmente al valore del patrimonio sociale, se e nella misura in cui esso abbia un valore positivo ⁽¹²⁰⁾.

È invece possibile riferire il diritto di proprietà dei soci sul bene “azione”, tenendo tuttavia a mente che la configurazione di un diritto di proprietà sull’azione è

⁽¹¹⁸⁾ Si veda, in questo senso, G. ROSSI, *Persona giuridica, proprietà e rischio di impresa*, cit., p. 19, ove si legge «*i beni dell'impresa, non 'appartengono' agli azionisti, che su di essi non possono esercitare nessuna di quelle facoltà che si compendiano nel diritto di proprietà*». Una conferma dell'impossibilità di configurare il diritto dei soci come un diritto di proprietà sui beni ricompresi nel patrimonio sociale viene anche dalla giurisprudenza, che ha negato tutela *ex art. 1497 c.c.* all'acquirente di una partecipazione sociale il cui valore si sia dimostrato inferiore in ragione delle carenze o dei vizi relativi ai beni oggetto del patrimonio della società: si è argomentato, infatti, che oggetto dell'acquisto è il “bene” partecipazione sociale, non i beni rientranti nel patrimonio sociale la cui titolarità spetta alla società. Cfr. Cass. 21 giugno 1996, n. 5773, in *Banca borsa tit. cred.*, 1996, II, 18 e, più recentemente, Cass. 13 dicembre 2006, n. 26690, in *Giur. comm.*, 2008, II, 948.

⁽¹¹⁹⁾ Si tratta di un’accezione di “proprietà” di tipo economico, non giuridico, riconducibile al fatto che, in condizioni normali, i soci godono del patrimonio sociale come se fosse oggetto di proprietà indivisa. Al fine di dar conto del fatto che la proprietà del patrimonio sociale, dal punto di vista giuridico, non spetta ai soci, si è parlato in passato di proprietà “mediata”, cfr. V. SALANDRA, *Società commerciali*, Torino, 1938, p. 59.

Sul tema, si veda anche M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, cit., pp. 109 ss. il quale ripercorre, anche in chiave storico-comparatistica, il «“tramonto” del concetto di socio-proprietario» nelle società di capitali (p. 114).

⁽¹²⁰⁾ Il tema è stato oggetto di un’approfondita disamina da parte di C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., p. 23, pp. 33 ss. In argomento, si rimanda anche a M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, cit., pp. 39 ss., il quale rileva come rispetto alla posizione dei soci si possa al più parlare di proprietà «*non in senso “formale” (facente capo cioè alla persona giuridica) [ma di] proprietà in senso “sostanziale” o “economico” (ossia dei soci) per la quale non vi è spazio secondo le categorie giuridiche generali*» (p. 48).

il prodotto di un processo di artificiale oggettivizzazione dei diritti sociali. Tale processo è, storicamente, servito al fine di rendere fungibile la partecipazione, permettendo così che essa potesse circolare come un bene e, più in generale, consentendo di isolare la società e i diritti dei soci verso di essa dalle vicende relative alla persona dei singoli soci ⁽¹²¹⁾. Tale artificio, tuttavia, non può mutare la natura dei diritti incorporati nell'azione, analogamente a come l'emissione di un'obbligazione, ad esempio, non muta la natura obbligatoria del diritto al rimborso in essa incorporato. Pertanto, al fine di appurare se l'investimento in capitale di rischio possa essere inquadrato nei rapporti di tipo proprietario (e, su tale base, distinto dalle pretese dei creditori, che hanno senz'altro natura obbligatoria) non ci si può concentrare sul rapporto tra socio e bene-azione, ma occorre prendere in esame i diritti sociali in essa incorporati e verificare se questi abbiano le caratteristiche fondamentali che connotano i diritti reali. L'elemento che, a questo scopo, sembra doversi valorizzare è rappresentato dal tipo di tutela approntata dall'ordinamento che, per insegnamento tradizionale, è di tipo reale (o c.d. invalidante) con riferimento al diritto di proprietà e di tipo, invece, obbligatorio (o c.d. risarcitorio) con riferimento alle pretese aventi natura obbligatoria ⁽¹²²⁾.

Ebbene, sotto questo profilo, i diritti sociali sembrano beneficiare di una tutela "mista", che presenta aspetti di entrambi i modelli ma che, tuttavia, nella sua cifra essenziale appare di tipo obbligatorio ⁽¹²³⁾. Paradigmatica in questo senso è la disciplina dell'invalidità delle deliberazioni assembleari che prevede il risarcimento del danno come unico rimedio indefettibile, che ciascun azionista può sempre esercitare

⁽¹²¹⁾ Così, C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., p. 36, pp. 37 ss.

⁽¹²²⁾ Tale carattere è stato accentuato dalla riforma organica del diritto societario attuata con d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, come rilevato da L. ENRIQUES, A. ZORZI, *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, pp. 1 ss., ai quali si rinvia per una più estesa analisi della riconducibilità dei rimedi previsti per i diritti sociali nell'ambito delle *property rules* o *liability rules*. Sul tema si veda anche U. MATTEI, *Tutela inibitoria e tutela risarcitoria*, Milano, 1987, oltre a G. CALABRESI, A.D. MELAMED, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, in *85 Harvard Law Review*, 1972, pp. 1089 ss., cui per primi si deve l'analisi economica della classificazione della tutela dei diritti tra *property rules* e *liability rules*.

⁽¹²³⁾ In questo senso, si veda anche G. FERRI JR, *Investimento e conferimento*, cit., p. 476 ss., il quale argomenta ampiamente in favore dell'«esigenza di organizzare la disciplina dell'investimento [cui è riconducibile la partecipazione sociale] nelle forme del credito e del debito, e più in generale di inquadrarla nella dimensione relativa del rapporto obbligatorio (e non invece, ad esempio, in quella assoluta del diritto reale)» (p. 480).

a prescindere dal numero di azioni di cui risulta titolare (art. 2377 c.c.) ⁽¹²⁴⁾. Analogamente, la natura essenzialmente obbligatoria della tutela dei diritti sociali sembra emergere anche dalla disciplina della responsabilità da direzione e coordinamento ⁽¹²⁵⁾ e dalla disciplina, di derivazione europea (direttiva 2004/25/CE), della c.d. *breakthrough rule* (art. 104-*bis* TUF), del c.d. *squeeze-out* (art. 111 TUF) ⁽¹²⁶⁾.

In sostanza, l'ordinamento non prevede, in via generale, una tutela reale (o invalidante) rispetto ai diritti dei soci. Tali diritti sono infatti, almeno in alcuni casi, assoggettati alla volontà della società o del terzo che può disporne dovendosi "soltanto" fare carico di corrispondere ai soci ciò che, sulla base di vari meccanismi, è considerato il valore oggettivo della partecipazione. La stessa cosa accade, adesso, per i diritti degli azionisti che siano stati ridotti in misura eccessiva per effetto di un *bail-in*: i soci che hanno subito un pregiudizio rispetto allo scenario di una liquidazione hanno diritto ad una tutela "per equivalente", salva la limitatissima ipotesi di *write up* dei loro diritti in caso di valutazione provvisoria (v. *supra* Cap. III, §5.6).

⁽¹²⁴⁾ C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., pp. 67 ss. e, in specie, p. 73, al quale si rimanda.

⁽¹²⁵⁾ L'art. 2497 c.c. prevede, infatti, che – in caso di abuso nell'attività di eterodirezione – ai soci della società eterodiretta spetti soltanto il diritto al risarcimento del pregiudizio subito (pregiudizio che deve essere misurato in termini oggettivi quale danno «arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale»).

⁽¹²⁶⁾ Nelle società quotate che hanno inserito nel loro statuto la regola di neutralizzazione (c.d. *breakthrough rule*) prevista dall'art. 104-*bis*, commi 2 e 3, TUF, in caso di presentazione di un'offerta pubblica di acquisto o di scambio, non si applicano i limiti statutari o parasociali previsti per il trasferimento delle azioni, i privilegi e i limiti previsti in tema di voto nelle assemblee chiamate a decidere eventuali misure difensive e, quando l'offerente sia arrivato a detenere almeno il 75% del capitale, anche i diritti speciali in tema nomina o revoca degli amministratori. In caso di esito positivo dell'offerta, l'offerente è tenuto a versare un equo indennizzo in favore dei soci per l'eventuale pregiudizio patrimoniale subito; tale indennizzo è determinato sulla base, principalmente, di parametri oggettivi, senza che l'ordinamento abbia riguardo agli interessi particolari dei singoli soci coinvolti (cfr. art. 104-*bis*, comma 5, TUF, che richiede venga fatto, a tal fine, un «*raffronto tra la media dei prezzi di mercato del titolo nei dodici mesi antecedenti la prima diffusione della notizia dell'offerta e l'andamento dei prezzi successivamente all'esito positivo dell'offerta*»).

In ipotesi di *squeeze out* è consentita l'estromissione dei soci di minoranza che non abbiano aderito all'offerta totalitaria di acquisto che abbia portato l'offerente a detenere il 95% del capitale di una società quotata. Ai soci estromessi è riconosciuto soltanto il pagamento del valore della loro partecipazione, senza alcuna protezione reale del loro interesse a conservare la partecipazione nella società. In questa prospettiva, il diritto dei soci a partecipare alla società è chiaramente tutelato solo in via risarcitoria: i soci di minoranza si trovano, infatti, in uno stato di soggezione rispetto al potere dell'offerente, che può liberamente escluderli riconoscendo ad essi soltanto il valore oggettivo della loro partecipazione (artt. 111, comma 2, e 108, commi 3, 4 e 5, TUF), che appare incompatibile con la natura assoluta del diritto di proprietà.

Conseguentemente, diversamente da un “proprietario”, l’azionista può essere privato del proprio potere di decidere sulle sorti del patrimonio sociale (*rectius*: contribuire a tale decisione con modalità assembleari), senza che egli possa impedire questo “spossessamento” mediante una tutela di tipo demolitorio. In buona sostanza, ciò che viene immancabilmente tutelato è solo il valore oggettivo della partecipazione, senza rilievo per l’interesse personale del socio all’effettiva conservazione dei suoi diritti ⁽¹²⁷⁾. Quanto detto, dunque, rende perlomeno legittimo dubitare della possibilità di inquadrare i diritti sociali all’interno degli schemi tipici del diritto di proprietà e, su tale base, impostare una distinzione tra capitale di rischio e capitale di debito.

Per converso, sta progressivamente emergendo la tendenza ad equiparare la soddisfazione in denaro dei creditori con la soddisfazione mediante l’assegnazione di partecipazioni sociali. Oltre a quanto già rilevato con riferimento allo strumento del *bail-in* (v. *supra* §5), gli interventi di riforma sul diritto concorsuale realizzati nell’ultimo decennio hanno permesso di imporre ai creditori – indipendentemente dal loro consenso individuale e, talvolta, anche di un consenso espresso a maggioranza – una soddisfazione mediante l’assegnazione di partecipazioni o altre utilità, purché di valore non inferiore a quanto essi avrebbero ricevuto nello scenario di una liquidazione ⁽¹²⁸⁾.

A tutto ciò va aggiunto che l’introduzione nel 2003 della possibilità per le società per azioni di emettere strumenti finanziari (artt. 2346, comma 6, e 2411, comma 3, c.c.) ha ulteriormente sfumato la distinzione tra capitale di rischio e capitale di debito. Questi strumenti infatti, in virtù della loro flessibilità, hanno colmato lo spazio vuoto in precedenza esistente tra azioni e pretese creditorie, consentendo che tra di esse si frapponessero strumenti di investimento che possono presentare combinazioni variabili delle caratteristiche dell’una e dell’altra categoria. Conseguentemente, la struttura finanziaria della società per azioni sembrerebbe ormai rappresentabile, almeno a fini descrittivi, come una gradazione continua dello stesso fenomeno,

⁽¹²⁷⁾ In questo senso, con più ampie argomentazioni, C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, cit., pp. 67 ss. e, in specie, p. 73, al quale si rimanda.

⁽¹²⁸⁾ Si ricordi quanto detto *supra* alla nt. 82.

piuttosto che in termini di netta contrapposizione tra capitale, da un lato, e debito, dall'altro ⁽¹²⁹⁾.

In conclusione, tirando le fila di quanto detto, sembrerebbe esistere una tendenza nell'ordinamento nazionale ed europeo verso l'abbandono di forme di tutela dei diritti sociali aventi carattere invalidativo (o "reale"), in favore dei rimedi risarcitori ritenuti più efficienti ⁽¹³⁰⁾. La parziale "finanziarizzazione" dell'investimento si è, poi, accompagnata alla crescente consapevolezza del fatto che anche i creditori sopportano, seppure in termini meno intensi, il rischio di impresa. L'avvicinamento tra capitale di rischio e capitale di debito – reso ancora più percepibile dalla creazione di strumenti finanziari di tipo "ibrido" – appare poi recentemente ribadito da un trattamento normativo delle pretese dei soci e dei creditori che, in caso di crisi della società, tende sempre più a sovrapporsi, sino quasi a confondersi nel caso del *bail-in* ⁽¹³¹⁾.

Sebbene il tema del rapporto tra capitale di rischio e capitale di debito non costituisca punto centrale di questa analisi e, in ogni caso, non possa certo essere compiutamente limitato ai pochi rilievi schematici sin qui svolti, quanto detto vale a mettere in luce l'esistenza di un contesto che appare concettualmente non in contrasto con l'introduzione di norme che prevedano, in caso di crisi delle società di capitali, forme di trasferimento del controllo sul patrimonio sociale alternative alla liquidazione. Ciò purché venga tutelato il valore oggettivo della partecipazione dei soci (che, però, in caso di insolvenza della società, è verosimilmente pari a zero).

⁽¹²⁹⁾ Sul tema, in questo senso si rinvia, per tutti, a M. NOTARI, A. GIANNELLI, *Commento all'art. 2346, comma 6, c.c.*, cit., pp. 87 ss., pp. 115 ss., ma spunti in questo senso possono trovarsi anche in G.B. PORTALE, *Lezioni pisane di diritto commerciale*, cit., p. 61 e, quasi sessanta anni fa, T. ASCARELLI, *Varietà di titoli di credito e investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1959, I, pp. 1 ss. e, ivi, p. 3.

⁽¹³⁰⁾ Per un'analisi delle ragioni che sottendono la valutazione dei rimedi risarcitori in termini di maggiore efficienza, si rimanda a L. ENRIQUES, A. ZORZI, *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*, cit., pp. 1 ss.

⁽¹³¹⁾ Al riguardo, con riferimento al *bail-in*, si veda G. PRESTI, *Il bail-in*, cit., pp. 356 ss. In generale, con riferimento al comune diritto societario della crisi, si veda A. MAZZONI, *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, cit., pp. 511 ss. e, ivi, p. 549, secondo cui «è sufficiente che il contesto della crisi presenti certe caratteristiche o che la crisi evolva verso determinati esiti perché le differenze formali del contratto di investimento in obbligazioni e del contratto di investimento in azioni si attenuino e, comunque, rimangano diversità interne a uno stesso genus di capitale finanziario d'impresa». La "finanziarizzazione" della partecipazione sociale emerge, con chiarezza, anche dalla ricostruzione del conferimento quale «atto di investimento» operata da G. FERRI JR, *Investimento e conferimento*, cit., *passim* e, in specie, pp. 119 ss., il quale evidenzia come esso sia funzionalmente legato al diritto dei soci di ottenere, in sede di liquidazione, il rimborso del residuo capitale investito secondo «un rapporto descrivibile in termini di esecuzione e ripetizione della [...] prestazione» (p. 424).

8. La ricapitalizzazione “interna” in funzione del riequilibrio dinamico dell’adeguatezza patrimoniale e finanziaria

Le considerazioni svolte in questo capitolo consentono, adesso, di rileggere, in chiave evolutiva, il diritto della crisi delle società per azioni ordinarie, cui è stato dedicato il Capitolo I. Richiamandosi a quanto rilevato in merito alla funzione di laboratorio del diritto societario assolta, in più occasioni, dal diritto bancario (v. *supra* §2) e alle linee evolutive che sembrano caratterizzare l’ordinamento italiano negli ultimi anni (v. *supra* §7), è possibile ipotizzare di estendere in via generale il meccanismo di ricapitalizzazione “interna” previsto dal *bail-in*. Ciò, come visto, non troverebbe ostacoli nel diritto costituzionale ed europeo (v. *supra* §6) e dovrebbe con tutta probabilità condurre ad una riduzione dei costi associati ai meccanismi attualmente esistenti per il ripristino della correlazione tra potere e rischio (v. *supra* §4).

In particolare, si è già osservato come il meccanismo posto a presidio della correlazione tra potere e rischio sia rigido e possa condurre, in molti casi, a risultati inefficienti (v. *supra* Cap. I, §2.3). La regola “ricapitalizza, trasforma o liquida” (cui deve intendersi affiancata una regola “ristabilisci l’equilibrio finanziario o liquida”¹³²) – che si pone alla base di tale meccanismo – prescrive, tutte le volte che i soci non vogliono ricostituire il loro investimento, la liquidazione del patrimonio sociale. Tale liquidazione e l’“evaporazione” del valore del patrimonio sociale ad essa, di regola, connessa ⁽¹³³⁾ possono essere evitate solo con il ricorso ad uno strumento di risanamento che, tuttavia, richiede la collaborazione della società debitrice ed, eventualmente, anche dei suoi soci, con il risultato di attribuire a questi ultimi una rendita di posizione.

In questo quadro, sembrerebbe dunque potersi auspicare l’estensione alla crisi delle società per azioni ordinarie di un meccanismo che – sullo spunto della ricapitalizzazione “interna” alla base del *bail-in* – consenta di adeguare l’assetto societario alla reale struttura finanziaria della società in stato di squilibrio finanziario

⁽¹³²⁾ In merito, si veda *supra* Cap. I, §2.3 nt. 73.

⁽¹³³⁾ Cfr. *supra* §4 nt. 36.

e/o patrimoniale, senza imporre ai creditori di subire il pregiudizio connesso ad una liquidazione o di rinunciare, in favore dei soci, a parte del valore del patrimonio dietro il timore di subire perdite ben maggiori ove essi scelgano di non procedere ad un risanamento della società⁽¹³⁴⁾.

Il coordinamento del meccanismo appena ipotizzato nell'ambito della regola "ricapitalizza, trasforma o liquida" consentirebbe, *de iure condendo*, di ripristinare l'adeguatezza patrimoniale e (per effetto di questa anche) l'adeguatezza finanziaria della società, coinvolgendo a tal fine i creditori ma senza imporre loro un trasferimento di valore in favore dei soci. Poiché il superamento extraconcorsuale di una situazione di squilibrio patrimoniale e/o finanziario avviene, di fatto, necessariamente all'"ombra" della disciplina concorsuale, l'ipotesi appena formulata dovrebbe essere completata dalla previsione di un meccanismo di ricapitalizzazione "interna" operante anche nell'ambito della procedura di concordato preventivo (dove, come si dirà, tale meccanismo già in parte opera) e nel fallimento (v. *infra* §8.2). L'obiettivo dovrebbe dunque essere quello di creare di una sorta di traiettoria che – con modalità diverse, in modo da rispettare i diritti fondamentali degli azionisti e dei creditori – preveda la costante possibilità di un ripristino dell'adeguatezza patrimoniale e finanziaria. Tale "traiettoria" dovrebbe prendere avvio dall'emergere di uno squilibrio finanziario o patrimoniale rilevante (che coincide con il momento in cui l'ordinamento non ritiene più ammissibile la deviazione tra potere e rischio, v. *supra* Cap. I, §2.2) e protrarsi sino al verificarsi dell'insolvenza.

8.1. *Il superamento della regola "ricapitalizza, trasforma o liquida"*

L'estensione di un meccanismo di riequilibrio tra potere e rischio basato sulla ricapitalizzazione "interna" avrebbe l'effetto di introdurre, tra i due poli dell'alternativa posta dalla regola "ricapitalizza o liquida", una facoltà per i creditori di convertire in azioni le loro pretese al fine di scongiurare la liquidazione, altrimenti

⁽¹³⁴⁾ Ciò, come visto, senza che tale trasferimento di valore in favore dei soci risulti espressione dell'interesse dei creditori ad acquisire valori non espropriabili. Sul tema, si ricordi quanto detto *supra* Cap. I, §3.1.

conseguente alla decisione dei soci di non ricapitalizzare la società (o di non trasformarla in un tipo compatibile con la sua consistenza patrimoniale) ⁽¹³⁵⁾.

Più precisamente, nel caso in cui i soci abbiano deciso a maggioranza di non ripristinare il “cuscinetto” di capitale posto a garanzia del principio di correlazione tra potere e rischio (o di non rimuovere lo squilibrio patrimoniale e/o finanziario che rende impossibile il conseguimento dell’oggetto sociale), si offrirebbe ai creditori chirografari la possibilità – prima che si proceda alla liquidazione per effetto della mancata rimozione delle cause di scioglimento previste ai sensi dell’art. 2484, comma 1, nn. 2 e 4, c.c. – di evitare tale scenario sottoscrivendo l’aumento di capitale necessario. A tal fine, mancando in questa fase l’accertamento dello stato di insolvenza, la sottoscrizione da parte dei creditori chirografari dovrebbe essere prevista su base volontaria ⁽¹³⁶⁾. Una conversione coattiva, infatti, contrasterebbe con

⁽¹³⁵⁾ Sembra opportuno limitare l’ambito applicativo del meccanismo che si propone alle sole società per azioni, in considerazione dei connotati più marcatamente personalistici della società a responsabilità limitata (sul tema, si veda G. D’ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, cit., pp. 110 ss. e, in particolare, pp. 120 ss.). Ciò pur nella consapevolezza che la II Direttiva trova applicazione solo con riferimento alle società per azioni e che il meccanismo proposto potrebbe contrastare con i limiti da essa imposti in base alla risalente interpretazione che ne è stata data dalla Corte di Giustizia, ma che pare adesso superata (v. *supra* al §6.2). Contrariamente a quanto qui proposto, proprio al fine di escludere eventuali contrasti con la II Direttiva, alcuni tentativi di riforma del diritto concorsuale volti all’introduzione di meccanismi operanti sulla struttura societaria hanno visto il loro ambito operativo limitato alle sole società a responsabilità limitata (v. *supra* nt. 85).

Inoltre, si potrebbe ipotizzare di limitare l’applicazione del meccanismo proposto alle sole società che redigono il bilancio secondo il criterio del *fair value* previsto dai principi IAS/IFRS, in quanto in questo caso il valore contabile del patrimonio dovrebbe approssimarsi meglio al valore reale. Lascerrebbe intendere in questo senso la previsione dell’art. 2343-ter, comma 2, lett. a), c.c. che ammette la possibilità di effettuare conferimenti in natura, senza relazione di stima, di beni iscritti a *fair value* in un bilancio sottoposto a revisione: se tale valutazione è ritenuta dal legislatore attendibile ai fini della determinazione del valore del conferimento, lo deve essere anche ai fini della valutazione dell’effettiva perdita o meno del capitale sociale. In merito all’attendibilità delle valutazioni effettuate in applicazione dei principi IAS/IFRS, si veda però R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell’impresa societaria*, cit., p. 307, il quale evidenzia come tale maggiore accuratezza sia solo apparente, poiché «*la volatilità delle valutazioni fondate sul fair value, che assume un valore centrale in questi principi contabili, rende precario l’accertamento della perdita del capitale sociale*».

⁽¹³⁶⁾ Non è difficile pronosticare che, rimettendo la conversione alla decisione individuale dei soci, si possa determinare un fenomeno di c.d. *free riding* da parte dei creditori “residuali” titolari di pretese meno rilevanti. Questi ultimi, infatti, potrebbero rifiutarsi di sottoscrivere l’aumento di capitale – pur sapendo che lo scenario della liquidazione assicurerebbe loro una soddisfazione inferiore rispetto all’ipotesi di conversione – facendo affidamento sul fatto che i creditori più esposti, avendo più da perdere, accetteranno di fornire tutte le risorse necessaria per sottoscrivere l’aumento di capitale necessario. A fronte di tale situazione – che configura un tipico “dilemma del prigioniero” (*supra* Cap. I, §2.3, nt. 81) – potrebbe evitarsi prevedendo che la decisione dei creditori sulla conversione possa essere presa a maggioranza tramite l’introduzione di un meccanismo analogo allo *scheme of arrangement*

la tutela proprietaria dei diritti dei creditori, la cui compatibilità con il meccanismo di ricapitalizzazione “interna” si basa sulla possibilità di applicare e assicurare il rispetto di un principio dal tenore equivalente a quello dell’assenza di pregiudizio previsto nell’ambito della risoluzione bancaria (v. *supra* §6.1) ⁽¹³⁷⁾.

Per lo stesso motivo, non potendosi valutare con certezza l’assenza di un valore residuo della partecipazione dei “vecchi” soci ⁽¹³⁸⁾, occorrerebbe condizionare, in tutti i casi, la sottoscrizione volontaria da parte dei creditori ad un diritto dei singoli soci di sottoscrivere l’aumento destinato ai creditori che hanno espresso questa volontà o di cedere a terzi il diritto di sottoscrizione (con l’effetto di ridurre proporzionalmente l’ammontare dei crediti convertiti, sino eventualmente ad azzerarlo nel caso tutti i soci esercitino o cedano il diritto di sottoscrizione). Inoltre, potrebbe riconoscersi un diritto di recesso ai soci che, per effetto della mancata sottoscrizione dell’aumento di capitale destinato ai creditori, vengano esclusi dalla società ⁽¹³⁹⁾. Un assetto di questo

inglese (sul tema, cfr. F. IODICE, *Scheme of arrangement tra raccomandazione della commissione e riforma del regolamento sulle procedure di insolvenza*, in *Fallimento*, 2015, pp. 1093 ss.).

Una soluzione simile non sembrerebbe incompatibile con i diritti dei creditori, che l’ordinamento già in altre ipotesi consente possano essere modificati, anche in termini peggiorativi, a maggioranza (si pensi, ad esempio, alla disciplina dettata per gli obbligazionisti dall’ art. 2415, commi 1 e 3, c.c.). Sul tema, si veda D. VATTERMOLI, *La rinegoziazione del concordato post-omologazione*, in *Giustizia Civile.com*, 22 dicembre 2015, p. 7, il quale afferma che «l’ordinamento già oggi lasci[a] effettivamente un certo margine di manovra per le “rinegoziazioni” imposte, a condizione che, per un verso, il “gruppo” rispetto al quale calcolare la maggioranza – e, di riflesso, la minoranza dissenziente – sia composto da soggetti portatori di interessi omogenei e compiutamente informati per l’esercizio consapevole del diritto di voto; e, per altro verso, il risultato della “rinegoziazione” rappresenti un’alternativa economicamente conveniente per i componenti di quel gruppo».

⁽¹³⁷⁾ Il mancato accertamento giudiziale dell’insolvenza, non permettendo di valutare se fosse concretamente praticabile un fallimento in alternativa alla ricapitalizzazione “interna”, rende incerto il parametro di soddisfazione minima che deve essere assicurato ai creditori.

Al riguardo, si noti anche che la previsione di una ricapitalizzazione “interna” su base coattiva porrebbe, nello scenario descritto, un problema di tutela costituzionale del legittimo affidamento dei creditori, la cui pretesa fosse sorta priva dell’eventuale introduzione normativa di un simile meccanismo. Infatti, in questo caso, l’affidamento dei creditori precedenti risulterebbe legittimamente riposto nella circostanza normativa rappresentata dalla mancanza di uno strumento che consenta la forzosa conversione in partecipazioni sociali delle pretese dei creditori in assenza dell’accertamento giudiziale dell’insolvenza o, quantomeno, dello stato di crisi. Sul tema, si veda *supra* §6.1.

⁽¹³⁸⁾ Tale valore, come visto, non deve tuttavia dipendere dalla possibilità di estrarre ricchezza dai creditori, ma deve trovare riscontro nella consistenza patrimoniale della società (v. *supra* §6.1).

⁽¹³⁹⁾ Tale meccanismo consentirebbe una verifica in ordine all’effettivo azzeramento del valore della partecipazione sociale, dando al singolo socio l’opportunità di contestare l’assenza di un valore residuo eccedente l’indebitamento nella prospettiva di una liquidazione della società (si tratta di un meccanismo che, con riferimento alla disciplina delle proposte di concordato preventivo concorrenti, è già stato proposto con finalità analoghe da N. ABRIANI, *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, cit., pp. 396 ss.). Il riconoscimento di

tipo garantirebbe la compatibilità della soluzione proposta con i diritti proprietari degli azionisti, impedendo che essi possano essere espropriati di eventuali valori inespressi a bilancio contro la loro volontà e senza un indennizzo (v. *supra* §6.1) ⁽¹⁴⁰⁾.

In questo caso, l'interesse dei creditori residuali a convertire potrebbe derivare dall'eventuale divario esistente tra il valore dell'attivo sociale in una prospettiva di continuazione dell'attività e in una prospettiva liquidatoria ⁽¹⁴¹⁾. Nell'improbabile caso in cui la conversione dovesse avere l'effetto di attribuire ai creditori convertiti un valore addirittura superiore al valore nominale della loro pretesa, non sembra che i soci che non abbiano esercitato il loro diritto di sottoscrizione possano fondatamente lamentare una violazione dei loro diritti. Infatti, da un lato, l'eventuale profitto dei creditori rappresenterebbe la giusta remunerazione del rischio da questi assunto con la conversione; dall'altro, l'esclusione o la diluizione della partecipazione di detti soci non pare affatto conseguenza diversa da quella che sarebbe seguita al mancato esercizio del diritto di opzione in caso di deliberazione di ricapitalizzazione adottata dalla maggioranza dei soci. In aggiunta, se si intende il costo della ricapitalizzazione (o dell'esposizione alla responsabilità illimitata a seguito della trasformazione) come costo di mantenimento della forma societaria, l'esclusione o la diluizione dei soci appare conseguenza coerente con i principi previsti dal nostro ordinamento in tema di proprietà in regime di comunione ⁽¹⁴²⁾.

un diritto di recesso –imponendo la valutazione dell'esistenza di un valore positivo della partecipazione nell'ipotesi in cui la società fosse stata liquidata (dovendosi escludere a tal fine le «prospettive reddituali» della società esistenti per effetto di un risanamento cui il socio recedente non ha contribuito) – svolgerebbe una funzione corrispondente a quella assolta dal principio dell'assenza di pregiudizio nell'ambito della risoluzione (v. *supra* Cap. II, §6.1), conformemente a quanto si è detto essere necessario al fine di garantire la compatibilità costituzionale dell'esclusione della partecipazione dei soci dalla società per azioni in crisi (v. *supra* §6.1).

⁽¹⁴⁰⁾ A ben vedere, la soluzione proposta, oltre ad essere costituzionalmente compatibile, rafforzerebbe la tutela degli interessi della minoranza dei soci rispetto a quanto previsto dalla disciplina attualmente vigente. I soci di minoranza, infatti, avrebbero una possibilità di conservare il valore destinato ad “evaporare” in una liquidazione, anche contro la volontà della maggioranza dei soci.

⁽¹⁴¹⁾ Si tratta del c.d. valore di *going concern* (v. *supra* nt. 36).

⁽¹⁴²⁾ L'art. 1104 c.c. prevede che il proprietario di un bene in comunione, qualora non intenda far fronte alle «*spese necessarie per la conservazione e per il godimento della cosa comune* [...] [possa] *di liberarsene con la rinuncia al suo diritto di proprietà*». In ragione della funzione del capitale sociale di presidio del principio di correlazione tra potere e rischio, non sembra eccessivo ritenere che la ricapitalizzazione rappresenti, in questa prospettiva, una “spesa” per il mantenimento del beneficio della responsabilità limitata. Sul tema, si veda anche quanto detto *supra* §6.1. Il merito al legame tra rispetto delle regole in tema di capitale sociale e beneficio della responsabilità limitata, si veda peraltro C. ANGELICI, *La società*

Il fulcro del meccanismo appena individuato verrebbe a collocarsi negli amministratori, i quali, in caso di riduzione del capitale al di sotto del minimo legale o di verificarsi di uno squilibrio finanziario tale da non consentire il conseguimento dell'oggetto sociale (v. *supra* Cap. I, §2.2), sarebbero tenuti a convocare prontamente l'assemblea dei soci nell'interesse (anche) dei creditori ⁽¹⁴³⁾. Ciò risponderebbe, infatti, sia all'obiettivo della massimizzazione del valore del patrimonio sociale cui gli amministratori di una società di capitali sono di regola tenuti (v. *supra* Cap. I, §2.1), sia al dovere di conservazione del patrimonio che si impone ad essi al verificarsi di una causa di scioglimento (v. *supra* Cap. I, §2.2). Infatti, l'eventuale ricapitalizzazione della società mediante la sottoscrizione dell'aumento da parte dei creditori, scongiurando una liquidazione del patrimonio sociale, permetterebbe molto spesso di preservare il valore degli attivi patrimoniali.

Sebbene tale ruolo cardine degli amministratori possa apparire più problematico nelle società di dimensioni minori, ove spesso vi è coincidenza tra soci di controllo e amministratori ⁽¹⁴⁴⁾, è da notare che, in questi casi, la responsabilità dei soci-amministratori conseguente al ritardo nel convocare l'assemblea e, così, innescare il meccanismo descritto sopra consentirebbe, nella sostanza, di ripristinare comunque la tendenziale corrispondenza tra potere e rischio. Infatti, i soggetti titolari del controllo finirebbero per subire i costi del protrarsi di una gestione che produca perdite per i creditori non in quanto soci ma in quanto amministratori, con risultati in questa prospettiva assimilabili a quanto accadrebbe se i soci decidessero di trasformare la società ed esporsi alla responsabilità illimitata per le obbligazioni sociali ⁽¹⁴⁵⁾.

per azioni. Principi e problemi, cit., pp. 27 ss.; E. BARCELLONA, *La separazione di proprietà e gestione nelle società di capitali: diritti particolari del quotista e «golden shares» di s.p.a.*, cit., pp. 198 ss.).

⁽¹⁴³⁾ Il collegamento esistente tra la regola è ricapitalizza, trasforma o liquida – con la conseguente alternativa tra continuità e discontinuità – e gli obblighi di comportamento degli amministratori è noto, cfr. A. ZOPPINI, *Emersione della crisi e interesse sociale (spunti dalla teoria dell'emerging insolvency)*, cit., p. 50.

⁽¹⁴⁴⁾ In merito al timore che il conflitto tra interesse dei soci, di cui sono espressione gli amministratori, e interesse dei creditori si radicalizzi nel caso della crisi di società di piccole-medie dimensioni, si veda tra gli altri N. BACCETTI, *La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento*, cit., p. 55.

⁽¹⁴⁵⁾ Ciò fermo restando il potere sostitutivo dell'organo di controllo *ex art.* 2406 c.c. di fronte all'omissione o all'ingiustificato ritardo da parte degli amministratori nella convocazione dell'assemblea per la ricostituzione del capitale sociale sceso al di sotto del minimo legale.

In sostanza, sostituendo la tradizionale regola “ricapitalizza, trasforma o liquida” con una regola “ricapitalizza, trasforma, converti o liquida” si assicurerebbe un presidio dinamico e costante all’adeguatezza patrimoniale e finanziaria, cui è sotteso il principio di correlazione tra potere e rischio. Ciò diversamente dalla tutela “statica” al riguardo assicurata dalla tradizionale netta contrapposizione tra prosecuzione dell’attività o cessazione della stessa, come già accade imposta dalla regola “ricapitalizza, trasforma o liquida” (v. *supra* Cap. I, §2.2).

In buona sostanza, il meccanismo proposto potrebbe garantire il persistente mantenimento di una tendenziale correlazione tra potere e rischio, così contenendo al minimo la durata della fase “crepuscolare” in cui si verifica un’inefficiente situazione di sotto-investimento a causa della maggiore esposizione al pericolo di responsabilità degli amministratori nominati dai soci.

Inoltre, il meccanismo appena ipotizzato consentirebbe di realizzare un trasferimento del controllo ai creditori in continuità, rimettendo ad essi – che, in caso di perdita del capitale sociale, sono i soggetti più interessati rivestendo una posizione residuale – la valutazione finale in ordine a se la continuazione dell’attività rappresenti la soluzione migliore nella prospettiva delle conservazione del valore (prima, chiedendogli di decidere su base volontaria se convertire le loro pretese e, poi, lasciando ad essi la scelta se proseguire l’attività o deliberare la liquidazione volontaria della società). Ciò che avverrebbe, in altri termini, sarebbe l’attribuzione sin da subito del potere di gestione sul patrimonio a coloro che sono esposti ad incentivi ottimali, realizzando un passaggio del controllo senza «traumi particolari»⁽¹⁴⁶⁾.

⁽¹⁴⁶⁾ Ciò è quanto auspicato da B. LIBONATI, *Prospettive di riforma sulla crisi di impresa*, cit., p. 332, il quale con riferimento alle prospettive di riforma del diritto fallimentare affermava, ormai quindici anni fa, che «*stante il maggior rischio che corre, è equilibrato riconoscere il potere di gestire l’impresa a chi fornisce il capitale di rischio. [...] Quando i risultati negativi abbiano bruciato l’investimento di rischio, fermo restando che sembra ragionevole concedere a chi abbia investito a rischio opzione privilegiata nel rinnovare l’investimento, se ciò non avviene e il capitale di rischio risulti azzerato e non rinnovato, la legittimazione alla gestione dell’impresa, ormai qualificata come in crisi perché incapace di produrre reddito per soddisfare nella naturale sequenza economica i debiti assunti, scende di uno scalino: passa cioè dall’investimento di rischio, che non c’è più, al capitale di credito, senza traumi particolari. Lo spossamento del debitore insolvente si traduce tout court nell’impossessamento della nuova classe di portatori d’interesse, postergata nella gestione dell’impresa rispetto all’investimento di rischio finché l’impresa sia in bonis, privilegiata rispetto a ogni altro quando l’impresa sia caduta in crisi*». Proprio con riferimento a tale passaggio, L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, cit., p. 50, nt. 34, appare scettico rispetto alla possibilità che il trasferimento del controllo possa avvenire «*senza traumi particolari*».

Rispetto al meccanismo ipotizzato, non può trascurarsi quello che pare un elemento di criticità. L'interpretazione della II Direttiva data dalla Corte di Giustizia nelle sue risalenti pronunce – soprattutto laddove il capitale non sia andato integralmente perduto e, dunque, i “vecchi” soci non possano essere esclusi con un provvedimento dell'autorità giudiziaria (v. *supra* §6.2) – potrebbe porsi in contrasto con il meccanismo qui proposto ⁽¹⁴⁷⁾. Tuttavia, come detto, la forza persuasiva di tale interpretazione sembra essere molto diminuita negli ultimi anni e non pare potersi escludere un *revirement* della Corte sulla questione, qualora le venisse nuovamente sottoposta ⁽¹⁴⁸⁾

In merito al meccanismo ipotizzato è opportuno, inoltre, esplicitare meglio un aspetto già segnalato sopra: ai creditori “residuali” dovrebbe essere offerta la possibilità di sottoscrivere l'aumento di capitale sociale proposto ai soci solo qualora questi ultimi non abbiano adottato una deliberazione di ricapitalizzazione o trasformazione e non, invece, quando l'assemblea straordinaria abbia assunto una deliberazione “positiva” di liquidazione volontaria con le maggioranze previste per l'assemblea straordinaria (in altri termini, solo quando si verifichi la causa di scioglimento prevista ai nn. 2 e 4, e non invece al n. 6, dell'art. 2484, comma 1, c.c.). Nel caso in cui il patrimonio sociale sia capiente anche in una prospettiva di liquidazione, non sarebbe infatti legittimo privare i soci del diritto di decidere la liquidazione del patrimonio sociale.

⁽¹⁴⁷⁾ La proposta formulata, invece, appare pienamente compatibile con i diritti proprietari degli azionisti. Questi, infatti, possono mantenere inalterata la propria partecipazione nella società esercitando il diritto di sottoscrivere l'aumento destinato ai creditori. Laddove decidano di non farlo, la loro partecipazione è cancellata o diluita nella misura ciò non intacchi il valore economico attribuibile ad essa (come si è visto al §6.1, è tale valore economico a rappresentare l'oggetto della tutela offerta alla partecipazione sociale dal diritto costituzionale di proprietà). Solo una valutazione errata da parte degli amministratori – che sottostimino il valore del patrimonio sociale – potrebbe condurre ad una lesione del diritto di proprietà dei soci che, tuttavia, dovrebbe trovare tutela nella responsabilità degli amministratori, analogamente a quanto accade in caso di ingiustificata esclusione o eccessiva diluizione dei soci in sede di ricapitalizzazione *ex art.* 2447 c.c. sulla base di una formulazione errata della situazione patrimoniale della società da parte degli amministratori.

⁽¹⁴⁸⁾ La Corte di Giustizia dell'Unione europea ha toccato recentemente (*Kotnik e a.*, C-526/2016) il tema dei limiti posti dalla II Direttiva nell'ambito della riorganizzazione di società per azioni in crisi, senza tuttavia pronunciarsi su di esso. Alcuni passaggi confermano, però, la sensazione che nel contesto attuale (molto mutato rispetto a quello in cui si era formato il precedente orientamento, v. anche *supra* al Cap. I, §3.3) la Corte possa in futuro prendere una posizione favorevole alla sottrazione ai soci del potere di deliberare operazioni sul capitale sociale di una società in stato di crisi. Sul tema, v. *supra* §6.2 nt. 95.

Il rischio che i soci possano sottrarsi al meccanismo ipotizzato deliberando la liquidazione volontaria anche quando il patrimonio sociale è incapiente (o, comunque, possano minacciare di farlo al fine di estrarre valore a scapito dei creditori) dovrebbe poter essere ridotto prevedendo che il trasferimento del controllo ai creditori possa avvenire mediante la conversione delle loro pretese in azioni anche in caso di sottoposizione della società insolvente ad una procedura concorsuale. In altri termini, affinché la regola “ricapitalizza, trasforma, converti o liquida” qui proposta possa adeguatamente funzionare, è necessario che la possibilità di intervenire sulla struttura organizzativa e finanziaria della società al fine di ripristinare, in via diretta, la correlazione tra potere di controllo e rischio di impresa, riguardi anche l’ipotesi in cui la società sia insolvente. Infatti, in considerazione del mutamento di prospettiva rispetto alla conversione in sede di ricapitalizzazione *ex art. 2447 c.c.* descritta in precedenza, la conversione nell’ambito di una procedura concorsuale dovrebbe avvenire a termini meno favorevoli per i “vecchi” soci (dovendosi valutare il patrimonio a valori di liquidazione) e senza riconoscere loro il diritto di opzione essendo, in tali ipotesi, accertato giudizialmente lo stato di crisi o insolvenza ⁽¹⁴⁹⁾.

L’analisi dei tratti essenziali di una possibile integrazione del meccanismo di ricapitalizzazione “interna” all’interno della procedura di concordato preventivo e di quella di fallimento sono oggetto prossimo paragrafo.

8.2. *Il trasferimento del controllo nel concordato preventivo e nel fallimento*

Come anticipato, nell’ambito delle procedure concorsuali l’attuazione del meccanismo di ricapitalizzazione “interna” dovrebbe assumere connotati diversi, in

⁽¹⁴⁹⁾ Appare significativa, in questo senso, la posizione espressa da T. ASCARELLI, *La riduzione del capitale a zero*, in *Riv. soc.*, 1959, pp. 748 ss., il quale argomentando a sostegno dell’illegittimità della deliberazione assembleare di ricostituzione del capitale sociale interamente perduto con esclusione del diritto di opzione, in considerazioni dei potenziali effetti espropriativi della stessa sui soci dissenzienti, esclude un simile problema possa porsi con riferimento ad una società che «*si trovi nella situazione di dover chiedere il fallimento*» (p. 753 nt. 5) poiché, in tale caso, dovrebbe escludersi vi siano valori inespressi che, con tale deliberazione, verrebbero sottratti ai soci.

Occorre, ad ogni modo, tenere presente che la possibilità di escludere il diritto di opzione dei soci non è elemento essenziale al fine di rendere possibili meccanismi di trasferimento del controllo alternativi alla liquidazione nel fallimento. Qualora, infatti, i soci decidessero di sottoscrivere l’aumento di capitale, essi sarebbero tenuti a ripianare le perdite e, pertanto, a rimuovere lo stato di insolvenza, consentendo il pagamento integrale di tutti i creditori nei termini originariamente pattuiti.

modo da riflettere la gravità della crisi e adattarsi a livello di tutela assicurato ai diritti degli azionisti e creditori.

Nel concordato preventivo, come si è visto nel Capitolo I al §3.2, è già prevista la possibilità per i creditori di convertire le loro pretese in azioni, imponendo ai soci l'esclusione o la diluizione della loro partecipazione, mediante la presentazione di una proposta di concordato alternativa a quella del debitore (art. 163, comma 4, l.f., introdotto con d.l. n. 27 giugno 2015, n. 83, conv. in l. 6 agosto 2015, n. 132). Inoltre, in caso di mancata cooperazione degli amministratori e/o dei soci nell'esecuzione della proposta omologata che preveda l'assunzione di una deliberazione di riduzione e aumento del capitale sociale, è possibile ottenere la nomina di un amministratore giudiziario che provveda a convocare l'assemblea dei soci e/o ad assumere la deliberazione richiesta in luogo dei soci (art. 185, comma 6, l.f.).

Tuttavia, come già accennato *supra* nel Capitolo I al §3.2, l'attuale assetto risulta ancora non adeguato a riflettere la corretta distribuzione del potere tra i titolari di pretese (azionisti e creditori) verso una società di capitali insolvente.

Infatti, in primo luogo, il potere di avviare la procedura di concordato preventivo resta, in via esclusiva, nelle mani del debitore (e, dunque, nel caso delle società di capitali, nelle mani degli amministratori, salvo diversa previsione statutaria, cfr. art. 152 l.f.). In assenza di un'iniziativa del debitore, i creditori avrebbero soltanto la facoltà di avviare una liquidazione fallimentare, anche laddove essi ormai rivestano una posizione sostanzialmente residuale. La ricostruzione dei doveri degli amministratori come volti alla massimizzazione del valore del patrimonio sociale (v. *supra* Cap. I, §2.1) suggerirebbe che gli amministratori di una società di capitali insolvente siano personalmente responsabili del pregiudizio patrimoniale conseguente al mancato tempestivo avvio di una procedura di concordato preventivo (o il ricorso ad un altro strumento alternativo al fallimento) nel caso in cui, come spesso accade, il fallimento risulti meno idoneo a conservare il valore dell'attivo. L'esposizione a tale responsabilità – seppur temperata dall'applicazione della *business judgment rule* nel caso in cui la condotta degli amministratori non appaia ispirata al perseguimento dell'interesse dei soci e, pertanto, in conflitto di interessi (v. *supra* Cap. I, §2.1) – dovrebbe sortire l'effetto di ripristinare, almeno in parte, il principio di corrispondenza tra potere di controllo e rischio di impresa: gli amministratori, sebbene nominati dai soci, rispondono personalmente dell'aggravio patrimoniale

risultante dall'insuccesso di quei tentativi di gestione della crisi che non appaiano nell'interesse alla massimizzazione del valore del patrimonio sociale (che, come visto, non coincide con l'interesse dei soci in caso di insolvenza, v. *supra* Cap. I, §1.2) ⁽¹⁵⁰⁾.

In secondo luogo, i limiti attualmente previsti per la presentazione di una proposta alternativa a quella del debitore appaiono non allineati con i principi che dovrebbero governare la distribuzione del potere di controllo all'interno delle società di capitali, con l'effetto di consentire che i soci conservino una rendita di posizione anche quando l'insolvenza è "confessata" dalla stessa società con la sua proposta di concordato. Infatti, è sufficiente che la proposta formulata dalla società debitrice offra una soddisfazione ai creditori chirografari una soddisfazione lontana dalla soddisfazione integrale, ma comunque superiore alle soglie di ammissibilità previste per le proposte concorrenti dall'art. 163, comma 5, l.f.), per precludere ai creditori la possibilità di sfruttare la struttura societaria per acquisire il controllo sul patrimonio senza incorrere nei costi di una liquidazione.

L'esigenza di escludere la possibilità che i soci possano sottrarsi all'applicazione della regola "ricapitalizza, trasforma, converti o liquida" descritta nel precedente paragrafo richiederebbe il definitivo superamento di questi rimanenti spazi di "monopolio" della società (e, per il tramite di questa, dei suoi soci) nell'ambito del concordato preventivo ⁽¹⁵¹⁾. A tal fine, occorrerebbe, in primo luogo, svincolare la proposta dei creditori dal contenuto della proposta formulata dalla società debitrice, con il solo limite di impedire proposte concorrenti nell'ipotesi in cui la società debitrice si sia offerta di soddisfare integralmente i creditori chirografari (seppur, eventualmente, con modalità e termini diversi da quelli originariamente previsti quando il valore attualizzato di quanto offerto non è inferiore al valore nominale del

⁽¹⁵⁰⁾ Tale lettura trova conferma nella posizione di coloro che, in maniera condivisibile, ritengono che gli amministratori siano tenuti a risarcire il danno subito dai creditori per effetto della mancata tempestiva proposizione della domanda di concordato preventivo o della rinuncia alla domanda proposta con l'intento di vanificare le proposte concorrenti presentate dai creditori. In questo senso, si veda N. ABRIANI, *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, cit., p. 378.

⁽¹⁵¹⁾ Salva la configurabilità di una responsabilità degli amministratori, la società potrebbe omettere di attivare il meccanismo di ricapitalizzazione interna previsto per l'ipotesi di squilibrio finanziario e/o patrimoniale rilevante (v. *supra* §8.1) e presentare una proposta di concordato preventivo tale da offrire una soddisfazione ai creditori chirografari appena superiore alle soglie di ammissibilità previste per le proposte concorrenti, ma nondimeno ampiamente sfavorevole per essi alla luce della sua concreta situazione patrimoniale.

credito). Occorrerebbe poi prevedere che, nel caso in cui la società si trovi in stato di insolvenza, il potere di iniziativa per il ricorso ad un concordato preventivo spetti anche ai creditori, indipendentemente dalla volontà della società ⁽¹⁵²⁾. Ciò sia per impedire alla società di frustrare il tentativo dei creditori tramite rinuncia alla domanda di concordato ⁽¹⁵³⁾, sia al fine di impedire che si crei uno spazio nell'ambito del quale, pur in presenza di uno stato di insolvenza, i soci possano ritardare l'emersione della crisi (o, persino, minacciare il ricorso alla procedura di fallimento) con l'intento di costringere i creditori ad accettare il trasferimento di parte del valore ai soci, nella consapevolezza che difficilmente i creditori proporranno, nel frattempo, istanza di fallimento della usuale minore fruttuosità di tale procedura ⁽¹⁵⁴⁾.

Con riferimento alla procedura di fallimento, la possibilità di utilizzare una ricapitalizzazione “interna” per attuare il trasferimento del controllo ai creditori di una società per azioni insolvente richiede che sia riconosciuto agli organi della procedura il potere di disporre, con la sentenza dichiarativa di fallimento o successivamente, l'azzeramento del capitale sociale, la cancellazione delle pretese dei creditori nella misura necessaria a coprire il *deficit* patrimoniale (in base ad una valutazione indipendente del patrimonio sociale del debitore) e la conversione in

⁽¹⁵²⁾ In questo senso, sebbene in termini più ampi, si muove anche lo schema di legge delega per la riforma organica delle procedure concorsuali elaborato dalla “Commissione Rordorf”, che prevede che la legittimazione all'avvio della procedura di concordato preventivo venga attribuita anche al *«terzo [...] nel rispetto del principio del contraddittorio e con adozione di adeguati strumenti di tutela del debitore»* (art. 6, comma 1, lett. b, Schema di legge delega).

Si ricordi che la nozione di insolvenza, nel caso in cui la società si trovi in stato di liquidazione, può essere integrata sia dalla irreversibile mancanza di liquidità, sia dall'incapienza del patrimonio (v. *supra* Cap. I, §2.3 nt. 79).

⁽¹⁵³⁾ Tale rischio è stato già evidenziato dalla dottrina con riferimento alla vigente disciplina delle proposte di concordato preventivo concorrenti. Cfr. N. ABRIANI, *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, cit., pp. 377 ss.; F. LAMANNA, *La miniriforma (anche) del diritto concorsuale secondo il decreto “contendibilità e soluzioni finanziarie” n. 83/2015: un primo commento*, II, in *ilfallimentarista.it*, 29 giugno 2015.

⁽¹⁵⁴⁾ Invero, il legittimo timore che una soluzione di questo tipo possa ritardare l'emersione della crisi dovrebbe essere in parte ridimensionato – anche in assenza di un potere di iniziativa dei creditori per l'ammissione della società per azioni ad una procedura di concordato preventivo – dagli effetti che tale condotta determina sul piano della responsabilità degli amministratori. La previsione di una regola “ricapitalizza, trasforma, converti o liquida” come quella suggerita nel §8.1 imporrebbe agli amministratori, in questo tipo di situazioni, di convocare l'assemblea dei soci e mettere questi ultimi di fronte alla scelta se rimuovere lo squilibrio finanziario e/o patrimoniale oppure aprire le porte ad una diluizione o esclusione di quei soci che non intendono dotare la società delle risorse a tal fine necessarie (si ricordi che ai singoli soci dovrebbe essere consentita la possibilità di sottoscrivere l'aumento di capitale sociale destinato ai creditori in conversione).

partecipazioni sociali delle pretese dei creditori “residuali”, seguendo la gerarchia concorsuale ⁽¹⁵⁵⁾. Si tratterebbe, in sostanza, di replicare il *bail-in* all’interno del fallimento, depurandolo degli elementi di specificità che riflettono la natura bancaria delle società cui si applica questo strumento di risoluzione (v. *supra* §5). I creditori divenuti così soci potrebbero decidere in merito alla sorte del patrimonio sociale in un’ottica di massimizzazione del loro interesse economico che, in ragione della posizione residuale da questi rivestita, coincide con l’interesse generale dell’ordinamento alla creazione (o alla migliore conservazione) della ricchezza (v. *supra* Cap. I, §1.1).

La natura coattiva della riduzione e conversione delle pretese dei creditori non risulterebbe, malgrado le apparenze, in contrasto con gli ordinari principi che regolano i poteri dei creditori nelle procedure concorsuali relative alle imprese non sottoposte a vigilanza ⁽¹⁵⁶⁾. Come già rilevato, un meccanismo come quello descritto amplia le possibilità per i creditori effettivamente interessati alla destinazione del patrimonio sociale, senza sottrarre loro alcun diritto (v. anche *supra* §5). Inoltre, in tal modo, si evita che creditori non interessati – in quando destinati, in ogni caso, a non ricevere alcuna soddisfazione oppure a ricevere soddisfazione integrale – possano alterare il processo decisionale impedendo l’individuazione della soluzione più efficiente (v. *supra* §4). In altri termini, il meccanismo ipotizzato permetterebbe di trasferire immediatamente il controllo sul patrimonio sociale a coloro che rivestono la posizione di effettivi *residual claimants*, lasciando che siano essi a decidere a maggioranza se proseguire l’attività di impresa o liquidare il patrimonio sociale secondo le forme più flessibili e maggiormente influenzabili della liquidazione *in bonis*.

⁽¹⁵⁵⁾ Lo schema di legge delega “Rordorf” sembra, in effetti, contemplare il riconoscimento di un potere simile al curatore («attribuendo al curatore, previa acquisizione delle prescritte autorizzazioni, i poteri per il compimento degli atti e delle operazioni riguardanti l’organizzazione e la struttura finanziaria della società», cfr. art. 7, comma 1, n. v, schema di legge delega). Il riconoscimento di un simile potere agli organi della procedura troverebbe il suo antecedente nella disciplina dell’amministrazione straordinaria c.d. Marzano, che consente commissario straordinario di attribuire ai creditori «azioni o quote, ovvero obbligazioni», senza che si richieda una delibera assembleare per la loro emissione (art. 4-*bis*, lett. c, del d.l. n. 347/2003, conv. in l. n. 39/2004), e più recentemente nell’analoga previsione contenuta nel c.d. decreto Ilva (art. 1, comma 11-*bis*, d.l. n. 61/2013, conv. in l. n. 89/2013. Cfr. *supra* nt. 110).

In una prospettiva più ampia, l’ordinamento italiano già prevede che il tribunale possa attribuire all’amministratore giudiziario previsto dall’art. 2409 c.c. «per determinati atti i poteri dell’assemblea» dei soci di una società per azioni, subordinando l’efficacia delle relative deliberazioni all’approvazione dello stesso tribunale (art. 92, comma 4, disp. att. c.c.).

⁽¹⁵⁶⁾ In merito alle soluzioni assimilabili al concordato fallimentare previste per le imprese sottoposte a vigilanza, si veda quanto detto *supra* alla nt. 57.

La soluzione ipotizzata non dovrebbe altresì porsi in contrasto con la tutela costituzionale dei diritti di proprietà e di libertà di iniziativa economica, presupponendo l'accertamento giudiziale dello stato di insolvenza (v. *supra* §6.1), e con il diritto europeo, avvenendo nel contesto di uno spossessamento del debitore da parte del giudice (v. *supra* §6.2).

In conclusione, il quadro complessivo prospettato in questo e nel precedente paragrafo sembrerebbe permettere, in tutti i casi, il trasferimento ai creditori del controllo sul patrimonio di una società per azioni in crisi, sfruttando la sua preesistente struttura organizzativa. Infatti, la conversione dei crediti in azioni potrebbe: avvenire su base volontaria in presenza di una situazione di semplice squilibrio patrimoniale e/o finanziario, essere prevista nell'ambito di una proposta formulata dai creditori anche qualora la società non abbia fatto domanda di concordato, purché essa si trovi in stato di insolvenza; disposta, nell'interesse dei creditori, dagli organi della procedura nell'ambito di un fallimento. In tutti i casi, i soci della società insolvente non potrebbero beneficiare di una rendita di posizione a scapito dei creditori, ferma la possibilità di attribuire loro parte del patrimonio sociale (ad esempio, limitandosi a diluirne la partecipazione) quando ciò risulti vantaggioso per i creditori in ragione dell'esistenza di valori non espropriabili. Tale attribuzione sarebbe, tuttavia, l'esito di una negoziazione – condotta in condizioni di parità e non, invece, all'“ombra” di una pregiudizievole liquidazione – tra i soci e i creditori nell'ambito di una ricapitalizzazione extraconcorsuale e del concordato preventivo oppure tra i soci e gli organi della procedura, nell'interesse dei creditori, nell'ambito del fallimento.

Bibliografia

- ABBADESSA P., *La gestione dell'impresa nelle società per azioni*, Milano, 1975
- ABRIANI N., *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustizia Civile.com*, 29 settembre 2014
- ABRIANI N., *Il divieto del patto leonino. Vicende storiche e prospettive applicative.*, Milano, 1994
- ABRIANI N., *Proposte concorrenti, operazioni straordinarie e dovere della società di adempiere agli obblighi concordatari*, in *Giust. civ.*, 2016, pp. 365 ss.
- ACHARYA V., *A Theory of Systemic Risk and Design of Prudential Banking Regulation*, in *Journal of Financial Stability*, 5, 2009, pp. 224 ss.
- ACHARYA V., DRECHSLER I., SCHNABL P., *A pyrrhic victory? Bank bailouts and sovereign credit risk*, in *The Journal of Finance*, 69, 2014, pp. 2689 ss.
- ACHARYA V., *Understanding Financial Crises: Theory and Evidence from the Crises of 2007-8*, in *NBER Reporter*, 2013, 1, pp. 5 ss.
- ADAMS C.W., *An Economic Justification for Corporate Reorganizations*, in *Hofstra L. Rev.*, 20, 1991-1992, pp. 117 ss.
- GÖTZ M.R., TRÖGER T., *Should the marketing of subordinated debt be restricted/different in one way or the other? What to do in the case of mis-selling?*. in *White Paper Series, No. 35*, 2016.
- HUERTAS T.F., *European Bank Resolution: Making it Work!*, CEPS Task Force Report, 2016, p. 18, disponibile su SSRN
- MACEY J.R., BOOT A.W.A., *Monitoring, Corporate Performance: The Role of Objectivity, Proximity and Adaptability in Corporate Governance*, in *Cornell L. Rev.*, 2004, 89, pp. 356 ss.
- AGHION P., BOLTON P., *An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting*, *Review of Economic Studies*, 59, 1992, pp. 473 ss.;
- AKERLOF G.A., *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *The Quarterly Journal of Economics*, 1970, 84, 3, pp. 488 ss.
- ALCHIAN A., DEMSETZ H., *Production, information costs, and economic organization*, in *The American economic review*, 1972, pp. 777 ss.

ALLOWAY T., *Concerns grow over Denmark's bail-in rules*, in *Financial Times*, 23 maggio 2011, reperibile all'indirizzo www.ft.com/cms/s/0/281c7f70-855f-11e0-ae32-00144feabdc0.html#axzz3rCSp5bIL

ANGELICI C., *Diritto commerciale*, Bari-Roma, 2003

ANGELICI C., *La società per azioni. Principi e problemi*, Milano, 2012

ANGELICI C., *Note minime sull'interesse sociale*, in *Banca borsa*, 2014, I, pp. 255 ss.

ANGELICI C., *Variazioni su responsabilità e irresponsabilità del socio*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, pp. 49 ss.

ANGELINI P., GRANDE G., PANETTA F., *The negative feedback loop between banks and sovereigns*, in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 213, Banca d'Italia, 2014

ARIANI T., GIANI L., *La tutela degli azionisti nelle crisi bancarie*, in *RDS*, 2013, pp. 721 ss.

ARMOUR J., CUMMING D., *Bankruptcy law and entrepreneurship*, in *American Law and Economics Review*, 2008, pp. 303 ss.

ARMOUR J., GORDON J.N., *Systemic Harms and Shareholders Value*, in *Journal of Legal Analysis*, 6.1, 2014, pp. 35 ss.

ARMOUR J., HANSMANN H., KRAAKMAN R., *Agency Problems and Legal Strategies*, in (Aa.Vv.) *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, 2009

ARMOUR J., HANSMANN H., KRAAKMAN R., *What is Corporate Law?*, in (Aa.Vv.) *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, 2009, pp. 5 ss.

ARMOUR J., HERTIG G., KANDA H., *Transactions with Creditors*, in (Aa.Vv.) *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, 2009, pp. 115 ss.

ARMOUR J., *Making Bank Resolution Credible*, disponibile su SSRN, 2014

ARMOUR J., MOKAL R.J., *Reforming the Governance of Corporate Rescue: The Enterprise Act 2002*, in *Lloyd's Maritime and Commercial Law Quarterly*, 1, 2005, pp. 28 ss.

ARMOUR J., WHINCOP M.J., *The Proprietary Foundations of Corporate Law*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, 27, 2007, pp. 429 ss.

ASCARELLI T., *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Banca, borsa e tit. credito*, 1952, I, p. 385 ss.

- ASCARELLI T., *Studi in tema di società*, Milano, 1952
- ASCARELLI T., *Varietà di titoli di credito e investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1959, I, pp. 1 ss.
- ATHANASSIOU P., *Valuation in resolution and the “no-creditor-worse-off principle”*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2014, pp. 16 ss.
- ATKINS R., *Europe rethinks how to cure its debt hangover*, in *Financial Times*, 27 giugno 2014, p. 24
- ATTINGER B.J., *Crisis management and bank resolution: Quo vadis, Europe?*, in *Legal Working Paper Series, European Central Bank*, 2011, disponibile su www.ssrn.com
- AULETTA G., *L'ordinamento delle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1961, pp. 1 ss.
- AVGOULEAS E., CULLEN J., *Market discipline and EU corporate governance reform in the banking sector: Merits, fallacies, and cognitive boundaries*, in *Journal of Law and Society*, 41, 2014, pp. 28 ss.
- AVGOULEAS E., GOODHART C., *Critical Reflections on Bank Bail-ins*, in *Journal of Financial Regulation*, 2015, pp. 3 ss.
- BACCETTI N., *La gestione delle società di capitali in crisi tra perdita della continuità aziendale ed eccessivo indebitamento*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 569 ss.
- ASCARELLI T., *La riduzione del capitale a zero*, in *Riv. soc.*, 1959, pp. 748 ss.
- BARBAGALLO C., *L'Unione Bancaria Europea*, intervento alla tavola rotonda “*Verso l'Europa Unita. Gli obiettivi raggiunti, gli ostacoli da superare, le nuove sfide*”, 6 maggio 2014, p. 4, reperibile all'indirizzo www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2014/Barbagallo-06-maggio.pdf
- LEWIS M., *Boomerang: The Biggest Bust*, Londra, 2011
- BARBIERI J.F., *Associés et obligataires d'une société «faillie»*, in *Rev. proc. coll.*, 1991, pp. 163 ss.
- BARCELLONA E., *La separazione di proprietà e gestione nelle società di capitali: diritti particolari del quotista e «golden shares» di s.p.a.*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, dir. da Campobasso, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, Milano 2014, pp. 175 ss.

BARKER A., *Germany backs depositor preference in bank bail-in plans*, in *Financial Times*, 14th of May 2013, reperibile all'indirizzo www.ft.com/cms/s/0/71afb8c-bc9c-11e2-9519-00144feab7de.html#axzz3kU6fDQsR

BARKER A., *Marathon talks seal EU banking union*, in *Financial Times*, 20 marzo 2014, disponibile all'indirizzo www.ft.com/intl/cms/s/0/adfe7be4-b04e-11e3-8058-00144feab7de.html#axzz3s3BpfXvP

BARTLETT III R., *Do Institutional Investors Value the 10b-5 Private Right of Actions? Evidence from Investor Trading Behaviour Following Morrison v. National Australia Bank*, disponibile su SSRN, 2012

BATTISTINI N., PAGANO M., SIMONELLI S., *Systemic risk and home bias in the euro area*, in *European Economy—Economic Papers*, n. 494

BEBCHUK L., FRIED J., *The Uneasy Case for the Priority of Secured Claims in Bankruptcy*, in *Yale Law Journal*, 105, 1996, pp. 857 ss.

BEBCHUK L.A., *A New Approach to Corporate Reorganizations*, in *Harvard Law Review*, 1988, pp. 775 ss.

BELCREDI M., *A che servono le garanzie? Analisi economica, evidenze empiriche internazionali e alcune implicazioni normative*, in *Le garanzie nel credito alle imprese. Funzione economica, disciplina giuridica ed evidenze empiriche*, a cura di L. Caprio e G. Presti, Torino, 2001, pp. 21 ss.

BELCREDI M., *Crisi d'impresa e ristrutturazione finanziaria*, Milano, 1995

BELTRAMI P.D., *Commento all'art. 4-bis*, in *La legge Marzano. Commentario.*, a cura di A. Castagnola e R. Sacchi, Torino, 2006, pp. 142 ss.

BENAZZO P., *Crisi d'impresa, soluzioni concordate e capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2016, pp. 241 ss.

BERLE A.A., MEANS G.C., *The modern corporation and private property*, New York, 1932

BERNANKE B.S., *Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression*, in *The American Economic Review*, 73, 1983, pp. 257 ss.

BIGELLI M., CROCI E., *Dividend privileges and the value of voting rights: Evidence from Italy*, in *Journal of Empirical Finance*, 24, 2013, pp. 94 ss.

- BINDER J.H., *The position of creditors under the BRRD*, 2015, disponibile su SSRN
- BLAIR M.M., *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century*, Washington D.C., 1995
- BOCCUZZI G., *La risposta europea alla gestione delle crisi bancarie: alcune riflessioni critiche*, in *Bancaria*, 4, 2016, pp. 2 ss.
- BOCCUZZI G., *Towards a new framework for banking crisis management. The international debate and the italian model*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 71, Banca d'Italia, 2011
- BOGGIO L., *Amministrazione e controllo delle società di capitali in concordato preventivo (dalla domanda all'omologazione)*, in (Aa.Vv.) *Amministrazione e controllo nel diritto dell'impresa*, Torino, 2010, pp. 870 ss.
- BONELLI F., *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, dir. da G.E. Colombo, G.B. Portale, IV, Torino, 1991, pp. 439 ss.
- BONELLI F., *Le insolvenze dei grandi gruppi: i casi Alitalia, Chrysler, Socotherm, Viaggi del Ventaglio, Gabetti, Risanamento e Tassara*, in *Crisi d'impresa: casi e materiali*, Milano, 2011, pp. 6 ss.
- BOOTH R.A., *Capital Requirements in United States Corporation Law*, in *Legal Capital in Europe*, a cura di M. Lutter, Berlino, 2006, pp. 620 ss.
- BOYD J., *Financial Responsibility for Environmental Obligations: Are Bonding and Assurance Rules Fulfilling Their Promise?*, in *Research in Law and Economics*, 2002, 20, pp. 417 ss.
- BOZZA G., *La proposta di concordato preventivo*, in *Fall.*, 2005, pp. 1208 ss.
- BOZZA G., *Le proposte e offerte concorrenti*, in *Fallimenti & Società*, 2015, reperibile all'indirizzo www.fallimentiesocieta.it/sites/default/files/F%26S_Saggio_Bozza_2015_II.pdf
- BRECCIA U., *L'abuso del diritto*, 1997, in *Dir. priv.*, pp. 5 ss.
- BRESCIA MORRA C., *Il diritto delle banche*, Bologna, 2016
- BRIERLEY P., *The UK Special Resolution Regime for Failing Banks in an International Context*, in *Bank of England Financial Stability Paper*, n. 5, 2009

BRIERLEY P., *The UK Special Resolution Regime for failing banks in an international context*, Bank of England Financial Stability Paper No. 5, 2009, reperibile all'indirizzo www.bankofengland.co.uk/research/Documents/fspapers/fs_paper05.pdf

BRIZZI F., *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Torino, 2016, p. 294 ss.

BRIZZI F., *Responsabilità gestorie in prossimità dello stato di insolvenza e tutela dei creditori*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, pp. 1027 ss.

BRUNSDEN J., *Brussels plans deposit guarantee fund by 2024*, in *Financial Times*, 11 novembre 2015, reperibile all'indirizzo www.ft.com/cms/s/0/702b7f8c-888e-11e5-90de-f44762bf9896.html

BUONOCORE V., *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.*, I, pp. 5 ss.

BURKART M., SAMUEL L., *One share-one vote: The theory*, in *Review of Finance*, 12, 1, 2008, pp. 1 ss.

BUSANI A., SAGLIOCCA M., *Le azioni non si contano, ma si "pesano": superato il principio one share one vote con l'introduzione delle azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, in *Società*, 2014, pp. 1048 ss.

BUTA G.M., *Tutela dei creditori e responsabilità gestoria all'approssimarsi dell'insolvenza: prime riflessioni*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber Amicorum Pietro Abbadessa*, dir. da Campobasso, Di Cataldo, Guerrera, Sciarrone Alibrandi, Milano, 2014, pp. 2541 ss.

CABRAS G., *La responsabilità per l'amministrazione delle società di capitali*, Torino, 2002

CALABRESI G., MELAMED A.D., *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, in *85 Harvard Law Review*, 1972, pp. 1089 ss.

CALANDRA BUONAURA V., *La gestione societaria dell'impresa in crisi*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, dir. da M. Campobasso, V. Cariello, V. Di Cataldo, F. Guerrera e A. Sciarrone Alibrandi, Torino, 3, 2014, pp. 2599 ss.

CALELLO P., ERVIN V., *From bail-out to bail-in*, in *The Economist*, 28 gennaio 2010, reperibile all'indirizzo www.economist.com/node/15392186

CANDIAN A., *Il processo di fallimento*, Padova, 1934

CAPIZZI A., CAPPIELLO S., *Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzata di debito in capitale*, negli Atti del convegno orizzonti del diritto commerciale 2014, 2014, p. 5, reperibile all'indirizzo www.orizzontideldirittocommerciale.it/atti-dei-convegni-associativi/2014

CAPOLINO O., *Banking Recovery and Resolution: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità*, 2016, reperibile all'indirizzo www.regolazionedeimercati.it/regole-mercato, p. 7

CAPOLINO O., COSCIA G., GALANTI E., *La crisi delle banche e delle imprese finanziarie*, in *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di E. Galanti, in *Trattato diritto economia*, diretto da Picozza e Gabrielli, Padova, 2008, pp. 873 ss.

CAPOLINO O., *Il Testo unico bancario e il diritto dell'Unione Europea*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 75, Banca d'Italia, 2014, pp. 53 ss.

CARRARO G., *Società di capitali e diritti dell'uomo*, in *Riv. dir. civ.*, 2012, pp. 205 ss.

CASALE F., *Il concordato fallimentare delle società*, in *Le riforme delle procedure concorsuali*, a cura di A. Didone, Milano, 2016, pp. 1525 ss.

CASELLA M., *Legittimità del voto scalare nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1973, pp. 417 ss.

CATTERO B., *Codeterminazione: il caso della Germania*, in *Il Mulino*, 6, 2005

CHIOVENDA G., *Istituzioni di diritto processuale civile*, I, Napoli, 1935

CINCOTTI C., NIEDDU ARRICA F., *La gestione del risanamento nelle procedure di concordato preventivo*, in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 1238 ss.

CLARK R.C., *Vote buying and corporate law*, in *Case W. Res. L. Rev.*, 29, p. 1978, pp. 776 ss.

COASE R., *The Nature of the Firm*, in *Economica, New Series*, 4, 16, 1937, pp. 386 ss.

COASE R., *The Problem of Social Cost*, in *Journal of Law & Economics*, 3, 1, 1960, pp. 1 ss.

COFFEE JR. J.C., *Bail-Ins Versus Bail-Outs: Using Contingent Capital to Mitigate Systemic Risk*, inedito, Columbia University, 2010

COLOMBO G.E., *Bilancio di esercizio e consolidato*, in *Trattato delle società per azioni*, dir. da G.E. Colombo e G.B. Portale, 7, Torino, 1994, pp. 483 ss.

CONAC P.H., *Director's Duties in Groups of Companies—Legalizing the Interest of the Group at the European Level*, in *European Company and Financial Law Review*, 2013, pp. 194 ss.

CONLON T., COTTER J., *Anatomy of a Bail-In*, in *Journal of Financial Stability*, 15, 2014, pp. 257 ss.,

COTTINO G., *Dal "vecchio" al "nuovo" diritto azionario: con qualche avviso ai naviganti*, in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 5 ss.

COTTINO G., *Diritto societario*, Padova, 2011

COTTINO G., *Il diritto che cambia: dalle compagnie coloniali alla grande società per azioni*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1989, pp. 493 ss.

D'ALESSANDRO F., *"L'inutil precauzione?" (Ovvero: dell'insolvenza come esternalità e della funzione profilattica del capitale)*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, pp. 343 ss.

D'ALESSANDRO F., *La crisi dell'impresa tra diagnosi precoci e accanimenti terapeutici*, in *Giur. comm.*, 2001, I, pp. 411 ss.

D'ALESSANDRO F., *Persone giuridiche e analisi del linguaggio*, Padova, 1989

D'AMICO M., *Trattato di Lisbona: principi, diritti e "tono costituzionale"*, in *La nuova Europa dopo il Trattato di Lisbona*, a cura di P. Bilancia e m. D'Amico, Milano, 2009, pp. 67 ss.

D'ANGELO F., *Il collegio sindacale nelle società bancarie*, in *Il collegio sindacale: le nuove regole*, a cura di R. Alessi, N. Abriani, U. Morera, Milano, 2007, pp. 557 ss.

D'ATTORRE G., *Concordato con continuità ed ordine delle cause di prelazione*, in *Giur. comm.*, 2016, I, pp. 1 ss.

D'ATTORRE G., *Concordato preventivo e responsabilità patrimoniale del debitore*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, pp. 359 ss.

D'ATTORRE G., *Il principio di eguaglianza tra soci nelle società per azioni*, Milano, 2007

DAIGLE K.H., MALONEY M.T., *Residual Claims in Bankruptcy: An Agency Theory Explanation*, in *Journal of Law & Economics*, 37, 1994, pp. 157 ss.

DANIELS R., *Must boards go overboard? an economic analysis of the effects of burgeoning statutory liability on the role of directors in corporate governance*, in *Current Developments in*

International and Comparative Corporate Insolvency Law, a cura di J. Ziegel, Oxford, 1994, pp. 549 ss.

DAVIES P., *Structural Regulation*, in *Principles of Financial Regulation*, Aa.Vv., Oxford University Press, 2016

DE GRAUWE P., *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, 2014

DE SERIÈRE V., *Bail-in: Some Fundamental Questions*, in *Bank Recovery and Resolution*, a cura di M. Haentjens e B. Wessels, L'Aja, 2014, pp. 153 ss.

DE WEIJS R., *Too Big to Fail as a Game of Chicken with the State: What Insolvency Law Theory Has to Say About TBTF and Vice Versa*, in *European Business Organization Law Review*, 2013, 14, pp. 201 ss.

DEMSETZ H., *The Theory of the Firm Revisited*, in *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1988, pp. 141 ss.

DENOZZA F., *Different Policies for Corporate Creditor Protection*, in *European Business Organization Law Review*, 2006, pp. 409 ss.

DENOZZA F., *La gestione dell'impresa di fronte alla crisi*, in *Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa (Atti del Convegno di Studi di Torino, 8-9 aprile 2011)*, a cura di A. Jorio, Milano, 2012, pp. 181 ss.

DENOZZA F., *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, pp. 5 ss.

DENOZZA F., *Norme efficienti. L'analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002

DENOZZA F., *Quattro variazioni sul tema: "contratto", impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 480 ss.;

DENOZZA F., *Responsabilità dei soci e rischio d'impresa nelle società personali*, Milano, 1973

DI BRINA L., *Salvataggi bancari e dubbi costituzionali: il precedente dell'Austria*, 11 dicembre 2015, reperibile all'indirizzo www.firstonline.info

DI BRINA L., *Il bail-in (L'influenza del diritto europeo sulle crisi bancarie e sul mercato del credito)*, articolo presentato in occasione della VII Convegno nazionale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale" (Roma, 27-28 febbraio 2016)

- DI MARZIO F., *Il diritto negoziale della crisi di impresa*, Milano, 2011
- DJANKOV S., LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., *The law and economics of self-dealing*, in *Journal of financial economics*, 88, 3, 2008, pp. 430 ss.;
- DYCK A., ZINGALES L., *Private benefits of control: An international comparison*, in *The Journal of Finance*, 59, 2, 2004, pp. 537 ss.
- EASTERBROOK F.H., FISCHER D.R., *Limited liability and the corporation*, in *The University of Chicago Law Review*, 1985, pp. 89 ss.
- EASTERBROOK F.H., FISCHER D.R., *The Economic Structure of Corporate Law*, Harvard University Press, 1991
- EASTERBROOK F.H., FISCHER D.R., *Voting in corporate law*, in *Journal of Law and Economics*, 1983, pp. 395 ss.
- EICHENGREEN B., RUEHL C., *The bail-in problem: systematic goals, ad hoc means*, in *Economic Systems*, 25, pp. 3 ss.
- EIDENMULLER H., *Die Eigenverwaltung im System des Restrukturierungsrechts*, in *ZHR*, 2011, pp. 12 ss.
- EIDENMULLER H., *Trading in times of crisis: Formal insolvency proceedings, workouts and the incentives for shareholders/managers*, in *European Business Organization Law Review*, 7, 1, 2006, pp. 239 ss. e, ivi, p. 252 ss.
- ENRIQUES L., *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, I, pp. 607 ss.
- ENRIQUES L., HANSMANN H., KRAAKMAN R., *The Basic Governance Structure: The Interest of Shareholders as a Class*, in (Aa.Vv.) *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford University Press, 2009
- ENRIQUES L., MACEY J., *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, pp. 78 ss.
- ENRIQUES L., ZORZI A., *Spunti in tema di rimedi risarcitori contro l'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, pp. 1 ss.
- FABIANI M., *Contratto e processo nel concordato fallimentare*, Milano, 2009
- FABIANI M., *Diritto fallimentare. Un profilo organico.*, Bologna, 2011

FABIANI M., *Fondamento e azione per la responsabilità degli amministratori di s.p.a. verso i creditori sociali nella crisi dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2015, pp. 272 ss.

FDIC, *The Orderly Liquidation of Lehman Brothers Holdings Inc. under the Dodd-Frank Act*, in *FDIC Quarterly*, v. 5, n. 2, pp. 25 ss.

FERRAN E., *European Banking Union: Imperfect, But It Can Work*, University of Cambridge Faculty of Law Research Paper n. 30, 2014, p. 21 ss., disponibile su SSRN

FERRARA JR. F., CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2011

FERRARA JR. F., *Il fallimento*, Milano, 1974

FERRARINI G., *Prestito titoli e derivati azionari nel governo societario*, in *La società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive*, Milano, 2007, pp. 629 ss.

FERRI G., *Manuale di diritto commerciale*, a cura di C. Angelici e G.B. Ferri, Torino, 2006

FERRI JR G., *Assegnazione delle partecipazioni ai creditori e risoluzione del concordato preventivo*, in *Corr. giur.*, 2015, pp. 80 ss.;

FERRI JR G., *Fallimento e scioglimento delle società*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, pp. 1 ss.

FERRI JR G., *Il sistema e le regole del patrimonio netto*, in *RDS*, 2010, I, pp. 26 ss.

FERRI JR G., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001

DE MARTINI A., *Il patrimonio del debitore nelle procedure concorsuali*, Milano, 1956

FERRI JR G., *La struttura finanziaria della società in crisi*, in *RDS*, 2012, pp. 477 ss.

FERRI JR G., *Ristrutturazione dei debiti e partecipazioni sociali*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, pp. 744 ss.

FERRI JR G., *Soci e creditori nella struttura finanziaria della società in crisi*, in *Diritto societario e crisi di impresa*, a cura di U. Tombari, Torino, 2014

FERRI JR G., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, I, pp. 741 ss.

FERRO-LUZZI P., *I contratti associativi*, Milano, 1976

FERRO-LUZZI P., *L'assetto e la disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. dir. comm.*, 1998, pp. 192 ss.

FIDLER S., *Europe and Depositor Preference*, in *The Wall Street Journal*, 24th of April 2013, reperibile all'indirizzo blogs.wsj.com/brussels/2013/04/24/europe-and-depositor-preference/

FIMMANÒ F., *L'allocazione efficiente dell'impresa in crisi mediante la trasformazione dei creditori in soci*, in *Riv. soc.*, 2010, pp. 57 ss.

FORTUNATO S., *Capitale e bilanci nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 1991, pp. 128 ss.

FOSSEN F.M., *Personal Bankruptcy Law, Wealth, and Entrepreneurship. Evidence from the Introduction of a "Fresh Start" Policy*, in *American law and economics review*, 2014, pp. 269 ss.

FRANZONI M., *L'illecito*, in *Trattato della responsabilità civile*, dir. da M. Franzoni, Milano, 2010

FREIXAS X., *Optimal Bail Out Policy, Conditionality ad Constructive Ambiguity*, disponibile su SSRN, 1999

SWAIN H.H., *Economic Aspects of Railroad Receiverships*, in *Proceedings of the American Economic Association*, vol. 3, n. 2, New York, 1898

FRIEDMAN M., *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, in *New York Times Magazine*, 13 settembre 1970

FROCK R., *Changing How the World Does Business: Fedex's Incredible Journey to Success - The Inside Story*, San Francisco, 2006

GALGANO F., *Trattato di diritto civile*, v. 3, Padova, 2010

GALLETTI D., *Il nuovo concordato preventivo: contenuto del piano e sindacato del giudice*, in *Giur. comm.*, 2006, II, pp. 906 ss.

GALLETTI D., *Sub art. 160 l. fall.*, in *Commentario alla legge fallimentare*, a cura di C. Cavallini, vol. III, Milano, 2010, pp. 356 ss.

GAMBINO A., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, pp. 378 ss.

GARDELLA A., *Bail-In and the Two Dimension of Burden Sharing*, in *From Monetary Union to Banking Union, on the way to Capital Markets Union. New opportunities for European integration.*, ECB Legal Conference, 2015, pp. 205 ss.

GARDELLA A., *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del Meccanismo di Risoluzione Unico*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2015, pp. 587 ss.

GILSON R.J., *Controlling shareholders and corporate governance: Complicating the comparative taxonomy*, in *Harvard Law Review*, 2006, pp. 1641 ss.

GILSON R.J., *Engineering a venture capital market: lessons from the American experience*, in *Stanford Law Review*, 2003, pp. 1067 ss.

GILSON S.C., VETSUYPENS M.R., *Creditor Control in Financially Distressed Firms: Empirical Evidence*, in *Washington University Law Quarterly*, 72, 1994, pp. 1005 ss.

GINEVRA E., *Il senso del mantenimento delle regole sul capitale sociale (con cenni alla s.r.l. senza capitale)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, pp. 169 ss.

GINEVRA E., *La determinazione del prezzo e del sovrapprezzo negli aumenti di capitale sociale a pagamento*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie*, a cura di M. Notari, Milano, 2008, pp. 93 ss.

GIORDANO G., *Note sulla compensabilità del debito da conferimento*, in *Riv. dir. soc.*, 1996 p. 736 ss.

GLEESON S., *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, in *LSE Financial Market Group Paper Series*, 2012, reperibile all'indirizzo www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers

GOMPERS P., *Ownership and control in entrepreneurial firms: An examination of convertible securities in venture capital investment*, Unpublished working paper, 1999

GOODHART C., *Critical Reflections on Bank Bail-ins*, in *Journal of Financial Regulation*, 2015, pp. 3 ss.

GORDON J.N., RINGE W.G., *Bank Resolution in the European Banking Union: A Transatlantic Perspective on What it Would Take*, 2014, disponibile su SSRN

GOSHEN Z., HAMDANI A., *Concentrated Ownership Revisited: The Idiosyncratic Value of Corporate Control*, in *Columbia Law and Economics Working Paper*, 2013

GROS D., *Banking Union with a Sovereign Virus. The self-serving regulatory treatment of sovereign debt in the euro area*, in *CEPS Policy Brief*, n. 289, 2013

GROSSMAN S., HART O., *The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration*, in *Journal of Political Economy*, 94, 1986, pp. 691 ss.

- GUERRERA F., *La responsabilità “deliberativa” nelle società di capitali*, Torino, 2004
- GUERRERA F., *La ricapitalizzazione “forzosa” delle società in crisi: novità, problemi ermeneutici e difficoltà operative*, in *Dir. fall.*, 2016, pp. 420 ss.
- GUERRERA F., *Le competenze degli organi sociali nelle procedure di regolazione negoziale della crisi*, in *Riv. soc.*, 2013, pp. 1114 ss.
- GUERRERA F., MALTONI M., *Concordati giudiziali e operazioni di «riorganizzazione»*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 17 ss.
- GUGLIELMUCCI L., *Il diritto concorsuale tedesco fra risanamento e liquidazione*, in *Giur. comm.*, 2012, I, pp. 152 ss.
- GUIZZI G., *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corriere giuridico*, 2015, pp. 1485 ss.
- GUIZZI G., *Responsabilità degli amministratori e insolvenza: spunti per una comparazione tra esperienza giuridica italiana e spagnola*, in *Riv. dir. impr.*, 2010, pp. 227 ss.
- GUYNN R., *Are Bailouts Inevitable?*, in *Yale Journal on Regulation*, 29, 2012, pp. 121 ss.
- HADJIEMMANUIL C., *Bank Stakeholders’ Mandatory Contribution to Resolution Financing: Principle and Ambiguities of Bail-In*, in *From Monetary Union to Banking Union, on the way to Capital Markets Union. New opportunities for European integration.*, ECB Legal Conference, 2015, pp. 225 ss.
- HAENTJENS M., *Work of International Organizations on Bank Recovery and Resolution: An Overview*, in *Bank Recovery and Resolution*, a cura di M. Haentjens e B. Wessels, L’Aja, 2014, pp. 3 ss.
- HALPERN P., TREBILCOCK M., TURNBULL S., *An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law*, in *University of Toronto Law Journal*, 30, 117, 1980, pp. 136 ss.
- HANSMANN H., *Firm Ownership and Organizational Form*, in *The Handbook of Organizational Economics*, a cura di R. Gibbons and J. Roberts, Princeton University Press, 2012, pp. 891 ss.
- HANSMANN H., KRAAKMAN R., *Toward Unlimited Shareholder Liability for Corporate Torts*, in *Yale Law Journal*, 100, 1991, pp. 1879 ss.

HANSMANN H., KRAAKMANN R., *The Essential Role of Organizational Law*, in *The Yale Law Journal*, vol. 110, pp. 387 ss. (pubblicato in italiano con il titolo *Il ruolo essenziale dell'organizational law*, in *Riv. soc.*, 2001, p. 21 ss.)

HANSMANN H., *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press, 1996

HARRIS E.S., *Ben Bernanke's Fed: The Federal Reserve after Greenspan*, Harvard Business Press, 2013

HART O.D., *Incomplete Contracts and the Theory of the Firm*, in *J. of Law, Economics, & Organizations*, Oxford University Press, 1988, pp. 119 ss.

HOLMEN M., *Foreign Investors and Dual Class Shares*, Working Paper, 2011

HOWARTH D., QUAGLIA L., *Banking Union as Holy Grail: Rebuilding the Single Market in Financial Services, Stabilizing Europe's Banks and 'Completing' Economic and Monetary Union*, in *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 51.S1, 2013, pp. 103 ss.

HU H.T., BLACK B., *Hedge funds, insiders, and the decoupling of economic and voting ownership: Empty voting and hidden (morphable) ownership*, in *Journal of Corporate Finance*, 13(2), 2007, pp. 343 ss.

HUERTAS T.F., *The Road to Better Resolution: From Bail-Out to Bail-In*, inedito, 2010, reperibile all'indirizzo www.lse.ac.uk/fmg/workingPapers/specialPapers/PDF/SP195.pdf

HÜPKES E., *Special bank resolution and shareholders' rights: balancing competing interests*, in *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 2009, 17, pp. 277 ss.

IAMICELI P., *Unità e separazione dei patrimoni*, Padova, 2003

BONACCORSI DI PATTI D., *sub art. 262*, in *Il codice delle assicurazioni private*, a cura di F. Capriglione, Bologna, 2007, pp. 465 ss.

INZITARI B., *Brrd, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite*, 13 maggio 2016, p. 28, reperibile all'indirizzo www.ildirittodegliaffari.it

INZITARI B., *La disciplina della crisi nel Testo Unico Bancario*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 75, Banca d'Italia, 2014, pp. 121 ss.

IODICE F., *Scheme of arrangement tra raccomandazione della commissione e riforma del regolamento sulle procedure di insolvenza*, in *Fallimento*, 2015, pp. 1093 ss.

JACKSON T.H., *The Logic and Limits of Bankruptcy Law*, Harvard University Press, 1986

JACOBS G., MITCHELL D., *The no-creditor-worse-off principle from a valuation perspective: standing in the shoes of a hypothetical liquidator*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2014, pp. 233 ss.

JAEGER P.G., *Azioni privilegiate e partecipazione alle perdite*, in *Giur. comm.*, 1979, I, pp. 381 ss.

JAEGER P.G., *Par condicio creditorum*, in *Giur. comm.*, 1984, I, pp. 104 ss.

JAMES C., *The Losses Realized in Bank Failures*, in *The Journal of Finance*, 46, 1991, pp. 1223 ss.

JENSEN M., MECKLING W., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, pp. 305 ss.

JUNCKER J.C., *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, 22 giugno 2015, p. 11, reperibile all'indirizzo ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_en.pdf

KAPLAN S.N., STRÖMBERG P., *Financial contracting theory meets the real world: An empirical analysis of venture capital contracts*, in *The Review of Economic Studies*, 2003, 70.2, pp. 281 ss.

KEAY A., *The Shifting of Directors' Duties in the Vicinity of Insolvency*, in *INSOL International Insolvency Review*, 2015, pp. 140 ss.

KEAY A.R., *Company Directors' Responsibilities to Creditors*, Oxon-New York, 2007

KERSTING C., *Combating the Financial Crisis: European and German Corporate and Securities Laws and the Case for Abolishing Sovereign Debtors' Privilege*, in *Texas International Law Journal*, 2012, pp. 269 ss.

KLAES M., *Transaction costs, history of*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics*, a cura di S.N. Durlauf e L.E. Blume, London e New York, 2008

KNOF B., HERIBERT H., MOCK S., *Das neue Insolvenzrecht nach dem ESUG*, C.H. Beck, 2012

KRUGMAN P., *Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008*, Milano, 2012

LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R.W., *Law and finance*, in *Journal of Political Economy*, 106, 1998, pp. 1113 ss.

LA PORTA R., LOPEZ-DE-SILANES F., SHLEIFER A., VISHNY R.W., *Legal Determinants of External Finance*, in *Journal of Finance*, 52, 1997, pp. 1131 ss.

LAMANDINI M., *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni e delle cooperative per azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, pp. 519 ss.

LAMANDINI M., *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Bologna, 2001

LAMANDINI M., *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, relazione al XXVIII Convegno di studio su “Unione europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati”, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, reperibile all'indirizzo cnpds.it/documenti/relazione_prof_lamandini.pdf

LANFRANCHI L., *Civile giurisdizione e procedure concorsuali*, in *Corr. giur.*, 2007, pp. 877 ss.

LENZI R., *I patrimoni destinati: costituzione e dinamica dell'affare*, in *Riv. not.*, 2003, pp. 543 ss.

LEWIS M., *Boomerang: The Biggest Bust*, Londra, 2011

LIBERTINI M., *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello “istituzionalismo debole”*, in *Giur. comm.*, 2014, I, pp. 669 ss.

LIBERTINI M., *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio nella riforma del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale.*, in *RDS*, 2008, pp. 198 ss.

LIBONATI B., *Creditori sociali e responsabilità degli amministratori nelle società di capitali*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, III, Torino, 2007, pp. 623 ss.

LIBONATI B., *Prospettive di riforma sulla crisi di impresa*, in *Giur. comm.*, 2001, pp. 327 ss.

LIN L., *Shift of Fiduciary Duty Upon Corporate Insolvency: Proper Scope of Directors' Duty to Creditors*, in *Vand. L. Rev.*, 46, 1993, pp. 1485 ss.

LOPUCKI L.M., *A General Theory of the Dynamics of the State Remedies/Bankruptcy System*, in *Wis. L. Rev.*, 1982, pp. 311 ss.

MACCARTHY C., *Denmark calm over significance of bank downgrades*, in *Financial Times*, 19 maggio 2011, reperibile all'indirizzo www.ft.com/intl/cms/s/0/5506c354-81f6-11e0-a063-00144feabdc0.html#axzz3rCSp5bII

MADAUS S., *Bank Failure and Pre-emptive Planning*, in *Bank Recovery and Resolution*, a cura di M. Haentjens e B. Wessels, L'Aja, 2014, pp. 49 ss.

MADAUS S., *Helping Europe's Zombie Banks?—Open Questions Regarding the Designated Use of the European Bank Resolution Regime*, 2014, disponibile su SSRN

MANDRIOLI L., *Sub art. 160 l. fall.*, in *La legge fallimentare. Commentario teorico-pratico*, a cura di M. Ferro, Padova, 2011, pp. 1754 ss.

MANNING B., HANKS JR. J.J., *Legal Capital*, New York, 2013

MAROCCHI M., *Sull'attualità della correlazione tra potere e rischio nella s.p.a. riformata*, in *Contratto e impresa*, 2014, pp. 221 ss.

MATTEI U., *Tutela inibitoria e tutela risarcitoria*, Milano, 1987

MAUGERI M., *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Milano, 2005

MAUGERI M., *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Milano, 2010

MAUGERI M., *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, pp. 1 ss.

MAZZONI A., *Capitale sociale, indebitamento e circolazione atipica del controllo*, in *La società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive*, Milano, 2007, pp. 515 ss.

MAZZONI A., *La responsabilità gestoria per scorretto esercizio dell'impresa priva della prospettiva di continuità aziendale*, in (Aa.Vv.) *Amministrazione e controllo nel diritto dell'impresa*, Torino, 2010, pp. 813 ss.

MCANDREWS J., MORGAN D.P., SANTOS J., YORULMAZER T., *What makes large bank failures so messy and what should be done about it?*, in *Economic Policy Review*, dicembre 2014, pp. 229 ss.

MEO G., *I soci e il risanamento. Riflessioni a margine dello Schema di legge-delega proposto dalla Commissione di riforma*, in *Giur. comm.*, 2016, I, pp. 286 ss.

MERSCH Y., *Europe's ills cannot be healed by monetary innovation alone*, in *Financial Times*, 25 aprile 2013

MICOSSI S., BRUZZONE G., CASSELLA M., *Bail-in Provisions in State Aid and Resolution Procedures: Are they consistent with systemic stability?*, in *CEPS Policy Brief*, p. 5, disponibile all'indirizzo www.ceps.eu/book/bail-provisions-state-aid-and-resolution-procedures-are-they-consistent-systemic-stability

MICOSSI S., BRUZZONE G., CASSELLA M., *Fine-tuning the use of bail-in to promote a stronger EU financial system*, in *CEPS Special Report*, n. 136, aprile 2016, p. 13, reperibile all'indirizzo www.ceps.eu

MIGNOLI A., *La società per azioni oggi. Problemi e conflitti.*, in *Riv. soc.*, 1990, pp. 1 ss.

MINERVINI G., *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956

MINUTOLI G., *In difesa dell'istituto revocatorio (brevi riflessioni sulle nuove revocatorie fallimentari ex d.l. 14 marzo 2005 n. 35)*, in *Dir. fall.*, 2005, I, pp. 809 ss.

MIOLA M., *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in *La società per azioni oggi. Tradizioni, attualità e prospettive*, a cura di P. Balzarini, G. Carcano, M. Ventrone, I, Milano, 2007, pp. 409 ss.

MIOLA M., *La tutela dei creditori ed il capitale sociale: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 2012, p. 237 ss.

MIOLA M., *Sub art. 182-sexies*, in *Il concordato preventivo e gli accordi di ristrutturazione dei debiti. Commento per articoli*, a cura di A. Nigro, M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2014

MONTALENTI P., *Il diritto commerciale all'epoca della crisi*, relazione introduttiva al V Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti Del Diritto Commerciale", 2014, reperibile all'indirizzo <http://rivistaodc.eu/media/32351/odc-montalenti-relazione-pm-17-03-14.pdf>

MOSCA G., *Sub art. 2499 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, dir. da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2006, pp. 29 ss.

MOSSA L., *Diritto commerciale*, vol. I, Milano, 1937

MOSSA L., *La perdita del capitale nella società in nome collettivo ed il suo scioglimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1936, II, pp. 465 ss.

MUNARI A., *Impresa e capitale sociale nel diritto della crisi*, Torino, 2014

NENOVA T., *The value of corporate voting rights and control: A cross-country analysis*, in *Journal of Financial Economics*, 68, 3, 2003, pp. 325 ss.

NIGRO A., “Principio” di ragionevolezza e regime degli obblighi e della responsabilità degli amministratori di s.p.a., in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 457 ss.

NIGRO A., *Riduzione o perdita del capitale della società in crisi*, pubblicato il 14 aprile 2014 su www.ilcaso.it, p. 10

NIGRO A., VATTERMOLI D., *Diritto della crisi delle imprese*, Bologna, 2009

NORELLI E., *Il concordato fallimentare “riformato” e “corretto”*, cit., p. 11 ID., *Il giudizio di omologazione del concordato preventivo*, in *Trattato delle procedure concorsuali*, a cura di L. Ghia, F. Severini, C. Piccini, vol. 4, Milano, 2011, pp. 497 ss.

NORELLI E., *Il giudizio di omologazione del concordato preventivo*, in *Trattato delle procedure concorsuali*, a cura di L. Ghia, F. Severini, C. Piccini, vol. 4, Milano, 2011, pp. 497 ss.

NOTARI M., GIANNELLI A., *Commento all'art. 2346, comma 6, c.c.*, in *Azioni*, a cura di M. Notari, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2008, pp. 87 ss.

OPPO G., *Sui principi generali del diritto privato*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, I, pp. 475 ss.

ORESTANO R., *Il problema delle persone giuridiche in diritto romano*, Torino, 1968

OSTERLOH M., FREY S.B., ZEITOUN H., *Voluntary Co-determination produces sustainable competitive advantage*, in *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance: The Contribution of Economic Theory and Related Disciplines*, a cura di Aa.Vv., International Economic Association, 2011, pp. 332 ss.

PAGNI I., *Sub artt. 179-181*, in *Il nuovo diritto fallimentare. Commentario*, dir. da A. Jorio e M. Fabiani, 2006, p. 1081

PALMIERI G., *L'invalidità delle decisioni*, in (AaVv.) *Le decisioni dei soci. Le modificazioni dell'atto costitutivo*, Milano, 2009, pp. 149 ss.

PALMIERI G., *Operazioni straordinarie «corporative» e procedure concorsuali: note sistematiche e applicative*, in *Fallimento*, 2009, pp. 1092 ss.

PANZANI L., *Sorte della partecipazione dei vecchi soci in caso di ristrutturazione di società insolventi*, in *Società*, 2014, pp. 83 ss.

PERES A., SCHLUMBERGER H., *La réforme du droit des faillites a-t-elle manqué d'ambition?*, in *RTDF*, 2, 2014, pp. 33 ss.

PETERSON C.A., HAWKER N.W., *Does Corporate Law Matter? Legal Capital Restrictions on Stock Distributions*, in *Akron Law Review*, 31, 1997, pp. 175 ss.

PIGOU A.C., *The Economics of Welfare*, Londra, 1920, trad. it. *L'economia del benessere*, Torino, 1953

POMELLI A., *Rischio d'impresa e potere di voto nella società per azioni: principio di proporzionalità e categorie azionarie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, pp. 510 ss.

PORTALE G.B., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, I, 2, Torino, 2004, pp. 3 ss.

PORTALE G.B., *La parabola del capitale sociale nella s.r.l (dall'« importanza quasi-sacramental » al ruolo di « ferro vecchio »?)*, in *Riv. soc.*, 2010, pp. 815 ss.

PORTALE G.B., *Lezioni pisane di diritto commerciale*, a cura di F. Barachini, Pisa, 2014

PORTALE G.B., *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, dir. da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, vol. 2, pp. 1 ss.

PORTALE G.B., *Verso un «diritto societario della crisi»?*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, a cura di U. Tombari, Torino, 2014, pp. 1 ss.

POSNER E.A., WEYL E.G., *A Solution to the Collective Action Problem in Corporate Reorganization*, University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research Paper, 2013

POSNER R.A., *La crisi della democrazia capitalistica* Milano, 2014

- PREITE D., *La destinazione dei risultati nei contratti associativi*, Milano, 1988
- PRESTI G., *Il bail-in*, in *Banca, Impresa, Società*, 2015, pp. 339 ss.
- PRIEST L., *L'assicurazione obbligatoria per la circolazione degli autoveicoli negli US*, in *Quadrimestre*, 1990, pp. 33 ss.
- PROTO C., *Evoluzione delle procedure concorsuali ed analisi degli interessi tutelati*, in *Fallimento*, 1998, pp. 869 ss.
- PROVINCIALI R., *Manuale di diritto fallimentare*, I, Milano, 1955
- PRZEWOSKA P., *Should "precautionary recapitalisations" make taxpayers nervous?*, in *FinanceWatchPolicyBrief*, Ottobre 2014
- RAPOPORT A., CHAMMAH A., *Prisoner's Dilemma*, University of Michigan Press, 1965
- RICCIARDIELLO E., *Gli accordi di sostegno finanziario infra-gruppo nella Direttiva 2014/59/UE*, articolo presentato in occasione della VII Convegno nazionale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale" (Roma, 27-28 febbraio 2016).
- BALDO DEGLI UBALDI, *Consilia*, vol. V, Venezia, 1574
- RICHTER T., *Reconciling the European Registered Capital Regime with Modern Corporate Reorganization Law: Experience from the Czech Insolvency Law Reform*, in *European Company and Financial Law Review*, 6, 2009, pp. 358 ss.
- RICKETTS M., *The Economics of Business Enterprise*, Cheltenham-Northampton, 2002
- ROCCO A., *Il fallimento*, Torino, 1917
- ROE M.J., *Bankruptcy and Debt: A New Model for Corporate Reorganizations*, in *Columbia Law Review*, 83, 1983, pp. 527 ss.;
- ROE M.J., *Bankruptcy and Mass Tort*, in *Columbia Law Review*, 84, 1984, pp. 846 ss.
- ROLLI R., *La proprietà come diritto dell'uomo?*, in *Contratto e impresa*, 2011
- RORDORF R., *Doveri e responsabilità degli amministratori di società di capitali in crisi*, in *Società*, 2013, pp. 670 ss.

ROSSI A., *Il contenuto delle proposte concorrenti nel concordato preventivo (prime riflessioni)*, in www.ilcaso.it

ROSSI A., *La governance dell'impresa in fase di ristrutturazione*, in *Fallimento*, 2015, pp. 253 ss.

ROSSI G., *Dalla Compagnia delle Indie al Sarbanes-Oxley Act*, in *Riv. soc.*, 2006, I, pp. 890 ss.

ROSSI G., *Persona giuridica, proprietà e rischio di impresa*, Milano, 1967

ROSSI G., STABILINI A., *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: appunti a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 1 ss.

ROUBINI N., *Bail-in, burden-sharing, private sector involvement (PSI) in crisis resolution and constructive engagement of the private sector. a primer: evolving definitions, doctrine, practice and case law*, 2000, reperibile all'indirizzo people.stern.nyu.edu/nroubini/papers/psipaper.pdf

RUTLEDGE V., BOSSU W., DOBLER M., JASSAUD N., MOORE M., *From Bail-out to Bail-in: Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions*, in *IMF Staff Discussion Note*, 2012

SACCHI R., *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *Giur. comm.* 2014, I, pp. 304 ss.

SALANDRA V., *Società commerciali*, Torino, 1938

SANTAGATA C., SANTAGATA R., *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, dir. da G.E. Colombo, G.B. Portale, VII, t. 1, Torino, 2004, pp. 37 ss.

SANTARELLI U., *Mercanti e società tra mercanti*, Torino, 1998

SANTONI G., *Contenuto del piano di concordato preventivo e modalità di soddisfacimento dei creditori*, in (Aa.Vv.) *Le soluzioni concordate delle crisi di impresa*, Torino, 2007, pp. 55 ss.

SANTORO V., *Prevenzione e "risoluzione" delle crisi bancarie*, 2014, in www.regolazionedeimercati.it, pp. 5 ss.

SATTA S., *Istituzioni di diritto fallimentare*, Roma, 1953

SCHÄFER A., SCHNABEL I., WEDER DI MAURO B., *Bail-in Expectations for European Banks: Actions Speak Louder than Words*, 2016, disponibile all'indirizzo www.cepr.org

SCHÄUBLE W., *Banking union must be built on firm foundations*, in *Financial Times*, 13 maggio 2013

SCHELO S., *Bank Recovery and Resolution*, Wolter Kluwers, 2015

SCHWARCZ S.L., *Misalignment: Corporate Risk-Taking and Public Duty*, disponibile su SSRN, 2016

SCHWARCZ S.L., *Systemic Risk*, in *Georgetown Law Journal*, 97, 2008, pp. 193 ss.

SCOGNAMIGLIO G., *Clausole generali"*, *principi di diritto e disciplina dei gruppi di società*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, pp. 590 ss.

SCOGNAMIGLIO G., *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, dir. da G.E. Colombo, G.B. Portale, VII, t. 2, pp. 86 ss.

SERAFINI S., *I doveri degli amministratori di società di capitali in presenza di una crisi economica*, in *L'attività gestoria nelle società di capitali. Profili di diritto societario italiano e spagnolo a confronto*, a cura di Sarcina e García Cruces, Bari, 2010, pp. 314 ss.

SILVESTRINI A., Sub *art. 2394*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli, V. Santoro, t. 1, Torino, 2003

SIMONCINI M., *Nuovi regolatori e vecchi principi nel diritto dell'UE. Poteri e limiti delle autorità europee di vigilanza finanziaria*, 2015, reperibile all'indirizzo www.nomos-leattualitaneldiritto.it/wp-content/uploads/2015/07/Simoncini_convegnoprin12-13_5_2015.pdf

SKEEL JR. D.A., *Single Point of Entry and the Bankruptcy Alternative*, in (Aa.Vv.) *Across the Great Divide: New Perspectives on the Financial Crisis*, a cura di M.N. Baily e J.B. Taylor, pp. 311 ss.

SKEEL JR. D.A., *Debt's Dominion: A History of Bankruptcy Law in America*, Princeton University Press, 2001,

SMITH Jr. C.W., WARNER J.B., *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, in *Yale Law Journal*, 100, 1979, pp. 117 ss.

SPADA P., *C'era una volta la società...*, in *Riv. not.*, 2004, pp. 1 ss.

SPADA P., *La tipicità delle società*, Padova, 1974

SPADA P., *Un numero che detta regole: ovvero il ruolo del capitale sociale nel diritto azionario italiano*, in *Riv. not.*, 2014, pp. 437 ss.

BAIRD D.G., *Elements of Bankruptcy*, West Academic, 2014

SPANO E., *Quale procedura per la crisi della grande impresa: dall'amministrazione straordinaria al risanamento mediante concordato coatto amministrativo*, in *Dir. fall.*, 2005, I, pp. 47 ss.

SPIER K., *Incomplete Contracts and Signalling*, in *The RAND Journal of Economics*, 23, 3, 1992, pp. 432 ss.

SPOLIDORO M.S., *Capitale sociale*, in *Enciclopedia del diritto*, IV Aggiornamento, Milano, 2000, p. 195 ss.

SPOLIDORO M.S., *I conferimenti in denaro*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1**, Torino, 2004, pp. 247 ss.

SPOLIDORO M.S., *Il capitale sociale*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, a cura di P. Abbadessa e A. Rojo, Milano, 1993, p. 63

STANGHELLINI L., *Directors' duties and the optimal timing of insolvency. A reassessment of the "re-capitalize or liquidate rule"*, in *Il diritto delle società oggi*, dir. da Benazzo, Cera, Patriarca, Milano, 2011, pp. 734 ss.

STANGHELLINI L., *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale*, n. 75, Banca d'Italia, 2014, pp. 147 ss.

STANGHELLINI L., *La genesi e la logica della legge fallimentare del 1942*, in *La cultura negli anni '30*, a cura di G. Morbidelli, Firenze, 2014, pp. 142 ss.

STANGHELLINI L., *La gestione delle crisi bancarie. La tradizione italiana e le nuove regole europee*, in *Ricerche giuridiche*, 2015, vol. 4, n. 2, p. 1 ss.

STANGHELLINI L., *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007

STANGHELLINI L., *Proprietà e controllo dell'impresa in crisi*, in *Riv. soc.*, 2004, pp. 1041 ss.

STANGHELLINI L., *Sub art. 124*, in *Il nuovo diritto fallimentare*, a cura di A. Jorio, M. Fabiani, Bologna, 2007, pp. 1946 ss.

STANGHELLINI L., Sub art. 2447 c.c., in *Codice delle società per azioni*, dir. P. Abbadessa e G.B. Portale, Milano, t. II, 2016, pp. 2729 ss.

STERN G.H., FELDMAN R.J., *Too big to fail: The hazards of bank bailouts*, Brookings Institution Press, 2004

STERN T., *Regulating Liquidity Risks within "Institutional Protection Schemes"*, in *Beijing Law Review* 5.03, 2014, pp. 210 ss.

STEWART J.B., EAVIS P., *Revisiting the Lehman Brothers Bailout That Never Was*, in *The New York Times*, 29 settembre 2014

STIGLITZ J.E., *Il prezzo della disuguaglianza*, Torino, 2013

STRAMPELLI G., *Capitale sociale e struttura finanziaria della società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, pp. 605 ss.

STRAMPELLI G., *Distribuzione ai soci e tutela dei creditori*, Torino, 2009

STRAMPELLI G., *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto degli LAS/IFRS.*, Torino, 2009

SUNDARESAN S., WANG Z., *On the Design of Contingent Capital with Market Trigger*, *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n. 448, 2010 (aggiornato nel 2011), reperibile all'indirizzo www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr448.pdf

THE ECONOMIST, *Europe's zombie banks. Blight of the living dead*, 13 luglio 2013

TOMBARI U., *I finanziamenti dei soci e i finanziamenti infragruppo dopo il decreto sviluppo: preveducibilità o postergazione? Prime considerazioni di diritto societario della crisi*, pubblicato il 20 dicembre 2012 su www.ilfallimentarista.it

TOMBARI U., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, pp. 1082 ss.

TOMBARI U., *Principi e problemi di "diritto societario della crisi"*, in *Diritto societario e crisi di impresa*, a cura di U. Tombari, Torino, 2014, pp. 5 ss.

TRONCI L., *Perdita della continuità aziendale e strategie di risanamento*, in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 1269 ss.

VALIANTE D., *Europe's Untapped Capital Market: Rethinking integration after the great financial crisis*, Londra, 2016

VATTERMOLI D., *Concordato con continuità aziendale, absolute priority rule e new value exception*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, pp. 331 ss.

VATTERMOLI D., *La riforma (ulteriore) del diritto della crisi delle imprese in Francia: tra semplificazione, modernizzazione e riequilibrio degli interessi coinvolti*, in *RDS*, 2014, pp. 452 ss.

VATTERMOLI D., *La rinegoziazione del concordato post-omologazione*, in *Giustizia Civile.com*, 22 dicembre 2015

VERMEILLE S., MARTINEZ J., PAPON F.A., *A Constitutional Review of the Draft "Macron" Law Introducing Shareholder Eviction under French Law: the Revolution that didn't Happen*, 6 marzo 2015, disponibile su www.ssrn.com

VICARI A., *I doveri degli organi sociali e dei revisori in situazioni di crisi di impresa*, in *Giur. comm.*, 2013, I, pp. 128 ss.

VOLCKER P., *How to Reform Our Financial System*, in *New York Times*, 30 gennaio 2010, reperibile all'indirizzo www.nytimes.com/2010/01/31/opinion/31volcker.html?pagewanted=all

WILLIAMSON O., *Markets and Hierarchies: Some Elementary Considerations*, in *The American Economic Review*, 63, 2, 1973, pp. 316 ss.

WILLIAMSON O., *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, 1985

WILLIAMSON O., *Transaction-cost economics: the governance of contractual relations*, in *Journal of law and economics*, 1979, pp. 233 ss.

WOJCIK K.P., *The significance and limits of the "no creditor worse off" principle for an effective bail-in*, in *From Monetary Union to Banking Union, on the way to Capital Markets Union. New opportunities for European integration*, ECB Legal Conference, 2015, pp. 253 ss.

WORTHINGTON S., *Shares and Shareholders: Property, Power and Entitlement: Part 1*, *The Company Lawyer*, 22, 2001, pp. 258 ss.

ZENDER J.F., *Optimal Financial Instruments*, in *Journal of Finance*, 46, 1991, pp. 1645 ss.

ZHOU J., RUTLEDGE V., BOSSU W., DOBLER M., JASSAUD N., MOORE M., *From bail-out to bail-in: mandatory debt restructuring of systemic financial institutions*, IMF Staff Discussion Notes, 2012, reperibile all'indirizzo www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=25858.0

ZINGALES L., *In Search of New Foundations*, in *The Journal of Finance*, 2000, pp. 1623 ss.

ZOPPINI A., *Emersione della crisi e interesse sociale (spunti dalla teoria dell'emerging insolvency)*, in *Diritto societario e crisi di impresa*, a cura di U. Tombari, Torino, 2014