Alma Mater Studiorum – Università di Bologna

DOTTORATO DI RICERCA IN

Scienze Giuridiche

Ciclo XXXII

Settore Concorsuale: 12/B1 - DIRITTO COMMERCIALE

Settore Scientifico Disciplinare: IUS/04 - DIRITTO COMMERCIALE

GLI OBBLIGAZIONISTI SUBORDINATI E LA RISOLUZIONE BANCARIA NEL CONTESTO ITALIANO

Presentata da: Mattia Lungarella

Coordinatore Dottorato

Prof. Andrea Morrone

Supervisore

Prof. Francesco Vella

Esame finale anno 2020

INDICE

CAPITOLO I

PREMESSA **5**

L'EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA EUROPEA IN MATERIA DI GESTIONE DELLE CRISI DEGLI ISTITUTI BANCARI. **11**

PARTE I 11

La crisi finanziaria e l'orientamento della Commissione europea in tema di aiuti di Stato nel settore bancario 11

1. Gli effetti della crisi economico finanziaria e la necessità di un cambiamento nella disciplina europea. 11

2. Il contributo della Commissione europea nella definizione di un nuovo approccio alla gestione delle crisi delle banche. 23

2.1 Il riconoscimento della sistematicità della crisi e l'intervento pubblico quale possibile rimedio alla situazione. 26

2.2 La Commissione e il ruolo di azionisti e creditori nelle crisi bancarie, un timido accenno al principio del burden sharing. 28

2.3 Azionisti e dei creditori nella fase acuta della crisi: l'intervento pubblico a favore degli istituti in crisi quale strumento di tutela degli investitori. 30

2.4 Primi accenni alla condivisione degli oneri e la discrezionalità statale. 33

2.5 La seconda Comunicazione e gli incentivi indiretti alla condivisione degli oneri. 36

2.6 Il riconoscimento dell'intervento pubblico quale strumento di stabilizzazione del mercato anche nelle procedure di liquidazione. 38

2.7 La fine della crisi e l'introduzione del burden sharing quale condizione necessaria all'intervento pubblico. 39

2.7.1 L'identificazione dei soggetti chiamati a sostenere gli oneri della crisi del proprio intermediario: azionisti, titolari di strumenti partecipativi e debitori subordinati. 42

PARTE II 46

I nuovi strumenti per prevenire e gestire le crisi bancarie 46

1. Cenni introduttivi sulla Direttiva 2014/59/UE in materia di risanamento e la risoluzione degli istituti creditizi in dissesto. 46

2. La pianificazione preventiva degli interventi per prevenire e gestire la crisi degli istituti di credito. 49

2.1. Brevi cenni in merito al piano di risanamento. 50

2.2. Il piano di risoluzione (cenni). 52

3. Le misure di intervento precoce. 55

3.1. Il potere di rimozione degli organi amministratori e le conseguenze per i soci. . 59

PARTE III 62

La gestione del dissesto degli istituti bancari europei 62

1. Gli elementi per l'accertamento dello stato di dissesto degli istituti creditizi. 62

2. Lo strumento della svalutazione degli strumenti di capitale e dell'azzeramento o conversione delle passività (il c.d. *write down).* 65

3. La risoluzione. 71

3.1. Cenni sugli strumenti della risoluzione. 71

3.2 Liquidazione e risoluzione, due facce della stessa medaglia. 74

3.3. Le condizioni e gli obiettivi della risoluzione. 77

3.3.1 La valutazione in merito alla sussistenza dell'interesse pubblico alla risoluzione. 78

4. Lo strumento del bail-in. 82

4.1. Il funzionamento dello strumento. 89

4.2. La gerarchia del sacrificio e di conversione delle passività. 94

4.3. Il requisito minimo di passività ammissibili (il c.d. MREL). 97

4.3.1. Le passività escluse 106

4.4. La tutela dei creditori. 114

4.4.1 Il principio del No Creditor Worse Off (NCWO). 115

5. La cessione di beni e rapporti giuridici a un soggetto terzo 124

5.1. brevi cenni sulle modalità utilizzabili per la cessione dell'azienda bancaria. .. 126

6. Lo strumento dell'ente ponte. 129

6.1. L'oggetto della cessione all'ente-ponte. 134

6.2. Il potere di ritrasferimento alla banca in dissesto. 137

7. La cessione di beni e rapporti giuridici a una società veicolo per la gestione delle attività. 139

8. Il finanziamento esterno delle operazioni di salvataggio bancario. 145

CAPITOLO II

LE OBBLIGAZIONI SUBORDINATE NELL'ORDINAMENTO BANCARIO ITALIANO. 153

1. Introduzione. 153

2. Le obbligazioni nel mercato italiano della raccolta bancaria. 156

3. Le obbligazioni societarie. 159

4. La disciplina delle obbligazioni nel settore bancario. 166

5. Le obbligazioni subordinate 171

5.1. Il funzionamento della clausola di subordinazione. 172

5.2 I vantaggi del ricorso agli strumenti subordinati. 177

5.3 Il ruolo prudenziale delle passività subordinate. 179

6. La legittimità della clausola di subordinazione. 183

7. Brevi cenni in merito alle ipotesi avanzate in merito alla natura giuridica della clausola di postergazione. 186

8. La subordinazione e la causa del contratto di finanziamento a cui accede. 193

8.1 Le obbligazioni irredimibili. 201

9. Il ruolo delle obbligazioni subordinate e nella nuova disciplina in materia di risanamento e risoluzione degli istituti creditizi..... 204

8.1 Gli strumenti di debito chirografario di secondo livello 206

CAPITOLO III

LE CONSEGUENZE DELL'APPLICAZIONE DELLA NUOVA NORMATIVA SULLA GESTIONE DELLE CRISI BANCARIE PER GLI OBBLIGAZIONISTI SUBORDINATI ITALIANI..... 211

1. Introduzione. 211

2. Gli effetti della crisi sugli istituti di credito italiani. 215

3. La crisi delle Quattro Banche e la loro risoluzione. 218

4. Il dissesto delle Banche Venete e la strada della liquidazione coatta amministrativa. 226

5. Brevi cenni sulla giurisdizione amministrativa e la tutela offerta avverso i provvedimenti della risoluzione. 234

6. I giudizi avverso la risoluzione e la posizione degli obbligazionisti subordinati. . 237

6.1. La lamentata incostituzionalità del potere di svalutazione e conversione degli strumenti di capitale e di debito della banca e la sua compatibilità con i principi della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea. 240

7. La violazione della normativa sui servizi di investimento e la responsabilità degli ente ponte. 249

8. Alcune considerazioni in merito all'orientamento giurisprudenziale emerso e il successivo *revirement*. 255

9. Le iniziative tese al ristoro dei soggetti coinvolti nei dissesti bancari. 260

9.1. Un indennizzo pubblico per i detentori di obbligazioni subordinate. 262

9.1.1. L'accesso al Fondo con l'erogazione diretta. 263

9.1.2. L'accesso al Fondo a seguito di accertamento arbitrale. 264

9.2. Un nuovo Fondo di indennizzo per i risparmiatori azionisti e obbligazionisti subordinati delle banche in liquidazione. 267

SINTESI CONCLUSIVA **270**

BIBLIOGRAFIA **278**

PREMESSA

La crisi economico-finanziaria scoppiata nella seconda parte dello scorso decennio ha stimolato una profonda revisione dell'intera disciplina bancaria. Tra gli ambiti maggiormente oggetto delle attenzioni dei legislatori, delle banche centrali e delle autorità di vigilanza vi è stato quello inerente alla prevenzione e alla gestione del dissesto degli istituti creditizi. Sotto un profilo tecnico è indiscutibile la portata innovativa complessiva delle riforme introdotte, ma l'aspetto che forse ha maggiormente caratterizzato l'intero processo è da individuarsi nella mutata filosofia con cui il legislatore ha inteso definire le misure per affrontare le eventuali crisi che in futuro dovessero colpire il settore bancario.

Fino al recente passato, i continui interventi pubblici in ambito bancario hanno alimentato la convinzione che il dissesto degli istituti di credito rappresentasse un problema di cui gli Stati si sarebbero fatti carico in maniera pressoché esclusiva. Nell'ordinamento italiano, per esempio, tale orientamento è stato addirittura istituzionalizzato con il D.M. 27 settembre 1974 (c.d. Decreto Sindona). L'intervento pubblico, oltre che da ragioni politiche, era generalmente dettato dalla necessità di evitare che le difficoltà degli enti bancari potessero pregiudicare il corretto funzionamento del mercato del credito e che ciò potesse, a sua volta, ripercuotersi negativamente sull'intero sistema economico. Anche durante la recente crisi economica, la preoccupazione per gli effetti negativi conseguenti a un'eventuale paralisi dei prestiti a famiglie e imprese, non ha lasciato agli Stati altra possibilità se non quella di procedere al salvataggio degli istituti in difficoltà; nell'impossibilità di ricorrere a soluzioni di mercato, è stato giocoforza fornire loro – nella forma di prestiti urgenti, ricapitalizzazioni, garanzie sulle passività, etc.. – le risorse necessarie per continuare a svolgere la propria attività. Tuttavia, le difficoltà riscontrate da alcuni Paesi europei nel finanziare il proprio debito pubblico hanno alimentato dubbi sulla sostenibilità di tale prassi.

La necessità di garantire, allo stesso tempo, sia il corretto funzionamento del mercato creditizio sia la stabilità dei conti pubblici ha reso necessario individuare strumenti e misure operative che consentissero di gestire le difficoltà del settore bancario anche a prescindere dal ricorso a fondi dell'erario.

L'esigenza di limitare la partecipazione delle autorità pubbliche nel salvataggio degli istituti creditizi trova la sua ragione anche in altre considerazioni. Hanno rilievo, al riguardo, sia la circostanza che l'aspettativa di poter beneficiare di un "paracadute" pubblico contribuisce a condizionare i processi decisionali alla base delle strategie di investimento adottate dal *management* degli istituti di credito, alimentando così fenomeni di azzardo morale; sia il fatto che un massiccio intervento finanziario pubblico può incidere negativamente anche sulla competitività dell'intero settore bancario, permettendo la sopravvivenza anche di imprese inefficienti.

La decisione di limitare il ricorso a fondi di natura pubblica ha, evidentemente, sollevato il problema di individuare nuove fonti da cui reperire le risorse necessarie per finanziare gli interventi da porre in essere nei confronti delle banche in difficoltà. La scelta dei regolatori è ricaduta necessariamente, oltre che sugli azionisti, sui creditori dell'ente. Si è così assistito a un cambiamento di prospettiva: da una situazione nella quale era altamente probabile che i soggetti pubblici si sarebbe fatti direttamente carico almeno della salvaguardia degli interessi dei creditori degli istituti di credito, si è passati a una in cui proprio i creditori potrebbero essere chiamati a rivestire il ruolo di principali finanziatori degli interventi compiuti nei confronti delle banche in dissesto finanziario.

Quest'evoluzione, si è diffusa nelle principali economie e ha comportato un cambiamento, nel senso sopra indicato, degli orientamenti da parte degli organismi internazionali (quali per esempio Bis e Fsb) ai quali è affidato il compito di definire *standards* e procedure che garantiscano la stabilità finanziaria del sistema bancario e finanziario.

Le indicazioni emerse dai consessi internazionali su questa problematica, sono state adottate dalle autorità dell'Unione europea. Di conseguenza, nell'ultimo decennio il settore bancario europeo è stato destinatario di importanti riforme finalizzate a promuoverne la stabilità e la credibilità, che hanno interessato sia gli aspetti sostanziali della disciplina sia l'architettura del sistema di vigilanza; ne è derivato anche un sostanziale accentramento a livello europeo di poteri e competenze, prima in capo alle autorità nazionali, ritenuto funzionale per assicurare un'uniforme applicazione della disciplina europea nei diversi Stati membri.

Nell'ambito del processo di riforme inerenti al settore bancario, il legislatore europeo ha emanato una specifica disciplina relativa alla gestione delle crisi bancarie. Con la Direttiva 2014/59/UE (di seguito BRRD) è stato, infatti, istituito un quadro comune in materia di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento. Con essa sono stati predisposti poteri, strumenti e misure idonei – nell'aspettativa del legislatore europeo – a prevenire e a gestire l'eventuale dissesto degli enti creditizi. L'obiettivo è ovviamente di assicurare, in ogni momento, la continuità delle funzioni essenziali delle banche al fine di scongiurare che un'interruzione improvvisa delle loro attività possa ripercuotersi negativamente sull'operatività degli altri soggetti del mercato e innescare fenomeni di *bank run*. Le disposizioni in essa contenute sono state recepite dal legislatore italiano con i decreti legislativi n. 180 e 181 del 16 novembre 2015. Per l'esercizio dei poteri previsti dalla BRRD, con il Regolamento n. 2014/806/UE è stato istituito il Meccanismo Unico di Risoluzione, composto dal *Single Resolution Board* e dalle autorità nazionali di risoluzione degli Stati membri.

La prima parte del lavoro sarà dedicata a delineare un quadro della disciplina in materia di gestione dei dissesti degli istituti creditizi dettata dalla normativa europea. In apertura di questa parte si procederà a un'analisi dell'evoluzione dell'orientamento da parte delle autorità europee relativamente alla valutazione dell'apporto di risorse private negli interventi di irrobustimento patrimoniale o di salvataggio delle banche in difficoltà. L'attenzione sarà puntata, in particolare, sull'esame delle Comunicazioni sulle crisi bancarie pubblicate dalla Commissione europea tra il 2008 e il 2013, dal quale risultano evidenti cambiamenti della prospettiva con la quale essa ha ritenuto di valutare la compatibilità, con la disciplina europea sugli aiuti di Stato, di eventuali apporti pubblici per evitare l'applicazione della normativa sul fallimento propria di ogni Paese dell'Unione. La partecipazione degli azionisti e dei creditori della banca ai costi del suo salvataggio, il cosiddetto *burden sharing*, posta - da una Comunicazione della Commissione - come condizione necessaria per l'autorizzazione di un eventuale intervento pubblico, divenne il presupposto per il passaggio al cosiddetto *bail-in*, avvenuto con la BRRD. L'esame dell'architettura della procedura di risoluzione delle crisi bancarie definita dalla Direttiva 2014/59/UE è particolarmente rilevante anche ai fini della definizione del coinvolgimento dei titolari delle passività nel loro esito. La ricognizione sulle caratteristiche dei diversi strumenti della risoluzione disciplinati dalla

BRRD, sui loro obiettivi e sulle condizioni che devono verificarsi affinché l'autorità di risoluzione possa farvi ricorso, mette in luce che, sebbene in tutti i casi il superamento dello stato di dissesto della banca richiede un sacrificio dei diritti dei suoi azionisti e creditori, l'intensità di tale sacrificio dipende da quale strumento della risoluzione viene attivato e dalla classe di passività posseduta. Dopo gli azionisti, i primi creditori a dover concorrere finanziariamente alla procedura di risanamento, risoluzione (o liquidazione) di un ente bancario saranno gli obbligazionisti. Delle diverse categorie di obbligazionisti non tutte saranno però chiamate a sopportare i costi di un eventuale dissesto dell'istituto, così come differente potrà essere il grado di contribuzione di ciascuna di esse. L'impegno richiesto alle singole categorie di obbligazionisti dipende, infatti, sia dall'ammontare delle perdite registrate dall'istituto sia dalla posizione nella "gerarchica del sacrificio" in cui la normativa colloca ciascun creditore. Tale disciplina – recentemente oggetto di modifiche a seguito dell'emanazione della Direttiva n. 2017/2399/UE – gradua, infatti, il rischio al quale sono assoggettati i diversi creditori sulla base dell'ordine di priorità applicata in sede concorsuale. Ma l'individuazione di quali classi di passività dovranno concorrere alla soluzione del dissesto e in che misura non dipende solo da fattori oggettivi o dalla loro posizione giuridica soggettiva, bensì anche da scelte, in gran parte discrezionali dell'autorità di risoluzione.

Nella seconda parte del lavoro ci si concentrerà sull'analisi della figura dei creditori subordinati e in particolare dei sottoscrittori di obbligazioni bancarie subordinate. In quella sede, la disciplina di settore sarà confrontata con quella stabilita dal Codice civile per le obbligazioni societarie. L'approfondimento della problematica evidenzia che la definizione degli aspetti del rapporto giuridico derivante dalla sottoscrizione delle obbligazioni bancarie subordinate, non specificamente disciplinati dalla normativa in materia, è rimessa all'accordo delle parti; e che nell'attuale quadro normativo le obbligazioni bancarie subordinate assumono rilievo prevalentemente al momento della loro emissione e nell'ipotesi di crisi finanziaria dell'emittente. Con riferimento al momento della loro emissione, ha rilievo l'obbligo per gli istituti creditizi europei di possedere un determinato ammontare minimo di passività rappresentate da titoli idonei a essere convertiti o cancellati (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities* – MREL) nell'ipotesi che sia accertato lo stato di difficoltà dell'ente. Rispetto alla normativa previgente, il collocamento di una quota di obbligazioni bancarie

subordinate, oltre a continuare a essere uno strumento di raccolta di capitali alternativo, e forse più economico, all'aumento di capitale, costituisce una componente necessaria dei fondi propri delle società bancarie, la cui mancanza può comportare la perdita della licenza bancaria. Nell'eventualità di una crisi finanziaria dell'emittente, la rilevanza dello strumento in esame è data dal potere attribuito alle autorità di risoluzione di convertire o azzerare i diritti derivanti dal suo possesso. In sostanza, la posizione che la normativa assegna all'obbligazionista bancario subordinato è stata assimilata a quella del «*canary in the mine shaft*»[1], in ragione del ruolo totalmente passivo che gli è assegnato a fronte dell'elevato grado di rischio al quale è assoggettato.

Nella terza parte del lavoro, verranno analizzate le problematiche emerse a seguito dell'applicazione della nuova normativa nella gestione delle crisi bancarie registrate in Italia negli ultimi anni. L'applicazione di alcune delle misure previste dalla nuova normativa, quali quelle relative alla conversione o all'azzeramento della posizione dei creditori, potrebbe essere ritenuta in contrasto con alcuni diritti fondamentali costituzionalmente riconosciuti - primo fra tutti quello di proprietà. Parimenti, non va sottovalutato come l'applicazione della normativa possa produrre effetti disincentivanti sull'afflusso di risorse al settore bancario, in particolar modo sulla sottoscrizione degli strumenti subordinati. Al riguardo, sono sintomatiche le note vicende di alcune banche regionali italiane: la paura diffusasi tra gli investitori, circa la possibilità che l'autorità di risoluzione disponesse la conversione degli strumenti di debito in capitale (o addirittura la loro cancellazione), ha fatto registrate un rilevante deflusso di risorse dal settore creditizio a vantaggio di altre tipologie di investimenti; gli effetti derivanti della mutata composizione dei portafogli degli investitori potrebbero riversarsi negativamente primariamente sul collocamento delle obbligazioni bancarie subordinate, i cui sottoscrittori rischiano di essere i creditori maggiormente danneggiati dall'applicazione della nuova normativa. Sul punto, occorre rilevare come le controversie, sorte in seguito all'azzeramento o alla conversione degli strumenti di debito, abbiano iniziato a trovare risposte nelle aule giudiziarie. Inoltre, in ragione dell'elevato numero di soggetti coinvolti, il legislatore ha ritenuto di intervenire sulla materia da una parte, per introdurre modalità alternative a quella giurisdizionale (quali il ricorso a forme di arbitrato) per

[1] R. E. LITAN e J. RAUCH, *American Finance for the 21st Century*, The United States Department of the Treasury, Washington, 1997, 121.

risolvere le dispute emerse e dall'altra per garantire un indennizzo, ai creditori coinvolti nelle procedure di risoluzione o liquidazione dell'ente bancario, che ha sollevato perplessità in sede europea, circa la sua compatibilità con la disciplina degli aiuti di Stato. In questa parte del lavoro, si procederà pertanto a esaminare le problematiche che sono derivate dall'applicazione della nuova normativa, le soluzioni adottate e la giurisprudenza prodotta dal contenzioso derivante dalla contestazione da parte dei titolari delle passività che ritengono di essere stati lesi nei loro diritti dall'esito delle crisi delle banche in cui avevano investito.

Il lavoro è completato da alcune considerazioni sintetiche sui risultati delle analisi svolte nelle precedenti tre parti del lavoro sui diversi aspetti della gestione delle crisi bancarie. L'intento è quello di evidenziare alcuni punti di criticità che si ritiene siano emersi dal lavoro svolto.

CAPITOLO I

L'EVOLUZIONE DELLA DISCIPLINA EUROPEA IN MATERIA DI GESTIONE DELLE CRISI DEGLI ISTITUTI BANCARI.

PARTE I

La crisi finanziaria e l'orientamento della Commissione europea in tema di aiuti di Stato nel settore bancario

1. Gli effetti della crisi economico finanziaria e la necessità di un cambiamento nella disciplina europea.

La costruzione di una nuova architettura istituzionale per la vigilanza e la gestione delle eventuali situazioni di crisi finanziaria delle singole aziende di credito del sistema bancario di tutti i Paesi dell'Unione europea è stata temporalmente affiancata da (ed è divenuta la necessaria infrastruttura che ha consentito) una profonda riforma della normativa promossa dalle autorità europee e recepite dalle legislazioni dei singoli Stati membri[2].

---

[2] Occorre evidenziare come a seguito della crisi finanziaria nell'ottobre 2008, la Commissione europea avesse istituito il Gruppo ad alto livello sulla vigilanza finanziaria nell'Unione Europeo (meglio noto come gruppo de Larosierè, dal nome del suo presidente), al quale era stato attribuito il compito di esprimere proposte per migliorare il quadro regolamentare e la supervisione del mercato finanziario europeo. I lavori del Gruppo de Larosierè si sono conclusi nel febbraio 2009 con la pubblicazione di un rapporto finale contente 31 raccomandazioni ritenute necessarie per incrementare il grado di resistenza del settore finanziario europeo. Il documento è consultabile all'indirizzo internet: https://ec.europa.eu/info/system/files/de_larosiere_report_en.pdf; in proposito si v. M. ONADO, *La supervisione finanziaria europea dopo il Rapporto de Larosière: siamo sulla strada giusta?*, in *Bancaria*, 2010, 17, disponibile all'indirizzo http://www.bancaria.it/assets/Special-Issues/2010-03/pdf/05.pdf. A seguito delle proposte formulate nel Rapporto, il legislatore europeo ha posto in essere una serie di riforme che hanno interessato la stessa infrastruttura istituzionale europea. L'esigenza di potenziare le capacità dell'Unione di prevenire i rischi di tipo macro-prudenziale e di ridurre l'eccessiva frammentazione a livello nazionale dell'attività di supervisione ha indotto le autorità europee a creare a un nuovo organismo il

Il nuovo assetto normativo del settore, delineato a livello europeo, presenta rilevanti innovazioni, a confronto con le regole in precedenza applicate nei diversi Stati membri, nell'insieme dei fattori che ineriscono al governo e ai rapporti giuridici che si instaurano nella conduzione di un'impresa bancaria. Il ventaglio degli aspetti, tutti della massima importanza, delle attività inerenti il credito toccate dal nuovo e complesso quadro normativo è, infatti, molto ampio, spaziando: dalla ridefinizione delle possibilità dell'intervento pubblico in soccorso delle banche in difficoltà all'approntamento delle operazioni per garantire la stabilità finanziaria a livello sistemico; dagli interventi da effettuare per evitare il *default* di un singolo istituto e garantire la continuità della sua attività al disincentivare comportamenti viziati dall'azzardo morale da parte degli amministratori degli enti e alla definizione di nuovi strumenti e procedure idonee a consentire al *management* degli istituti e agli organi di vigilanza di approntare con tempestività operazioni di risanamento e di sostegno in caso di necessità. Con riguardo al presente lavoro, particolare rilievo assumono le novità introdotte relative ai poteri a cui possono essere assoggettati e al ruolo ricoperto da azionisti e creditori degli istituti bancari in difficoltà.

Prima di esaminare più tecnicamente e nel dettaglio l'evoluzione del quadro normativo in questione, e la sua attuale configurazione, risulta opportuno evidenziare come l'attività posta in essere dalle autorità europee abbia portato ad un cambiamento paradigmatico

---

Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (CERS). Al fine di rafforzare i presidi sul mercato europeo e di sviluppare una maggiore cooperazione tra gli organismi nazionali di vigilanza, sono state inoltre istituite tre nuove Autorità - l'Autorità Bancaria Europea (EBA), l'Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati (ESMA) e l'Autorità Europea delle Assicurazioni e delle Pensioni (EIOPA) – che hanno sostituito i precedenti Comitati di livello, Alle nuove autorità sono stati affidati principalmente compiti di natura regolamentare e di coordinamento sui settori di competenza. Le tre nuove autorità di vigilanza, assieme al CERS e ai rappresentanti delle autorità di vigilanza compongono il Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF). Per approfondire l'architettura della nuova infrastruttura istituzionale europea di vigilanza e la sua evoluzione: F. VELLA e A. V. GUCCIONE, *I meccanismi europei di vigilanza e risoluzione delle crisi bancarie*, in G. Lemme (a cura di), *Diritto ed economia del mercato*, 2 ed., Milano, 2018, 272 ss.; L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in Aa. Vv., *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, Quaderni di ricerca giuridica, Banca d'Italia, Roma, 2014, 150; D. ROSSANO, *La nuova regolazione delle crisi bancarie. Risoluzione e tecniche di intervento*, Milano, 2017, 17 ss.

della concezione dell'intervento pubblico nel governo del sistema bancario europeo; un cambiamento che ha costituito l'obiettivo dell'azione concertata delle diverse autorità dell'Unione europea.

All'origine delle modificazioni che sono state introdotte nelle singole questioni, vi è il profondo cambiamento introdotto nella relazione tra pubblico e privato nella gestione delle situazioni di crisi delle aziende di credito[3]. La profondità dell'innovazione che le autorità europee hanno ritenuto fosse necessario introdurre in tale rapporto può ritenersi bene espressa dal *Considerando* di apertura della Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento (d'ora in avanti BRRD)[4], che sarà, ovviamente, oggetto di approfondimento in questa parte del lavoro. In quella sede, il legislatore europeo ha evidenziato come la recente crisi finanziaria abbia contribuito a evidenziare "*una mancanza significativa di strumenti adeguati a livello di Unione per gestire con efficacia gli enti creditizi e le imprese di investimento («enti») in crisi o in dissesto. Tali strumenti sono necessari, in particolare, per prevenire stati di insolvenza o, in caso di insolvenza, per ridurre al minimo le ripercussioni negative preservando le funzioni dell'ente interessato aventi rilevanza sistemica. Durante la crisi, queste sfide sono state un fattore determinante che ha costretto gli Stati membri a procedere al salvataggio degli enti utilizzando il denaro dei contribuenti. L'obiettivo di un quadro credibile di risanamento e di risoluzione è quello di ovviare quanto più possibile alla necessità di un'azione di questo tipo*". Per comprendere appieno il proposito del legislatore europeo, occorre ricordare che per evitare il dissesto finanziario

[3] Per un approfondimento sulle ragioni alla base del nuovo approccio adottato nella gestione delle crisi bancarie si v. M. BUTI, *Economic policy in the rough: A European journey*, in *CERP Policy Insight*, 98, 2020, disponibile all'indirizzo internet: https://cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight98.pdf.

[4] Cfr. Direttiva 2014/59/EU, del 15 maggio 2014 che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012**,** pubblicata sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, L 173/190, 12.6.2014.

e risanare le banche in difficoltà è stato necessario ricorrere a un ingente sostegno pubblico nella forma di finanziamenti diretti o della concessione di garanzie statali sui nuovi titoli da esse emesse. La preoccupazione per una possibile trasmissione all'economia reale del dissesto finanziario ha, infatti, portato anche gli Stati dell'Unione europea a intervenire a sostegno del proprio sistema bancario - in maniera similare, sebbene con meno tempestività di quanto non avessero già fatto gli Stati Uniti d'America[5], dove la crisi si è originata a causa della concessione di mutui immobiliari priva di un'adeguata valutazione del merito di credito dei mutuatari (i cosiddetti mutui *subprime*[6]) e precipitata a seguito della sottovalutazione degli effetti che avrebbe prodotto il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers[7]. L'instabilità che si era venuta a

---

[5] La letteratura sulla gestione della crisi finanziaria da parte delle autorità statunitensi è molto ricca. Qui si segnala per tutti il rapporto della commissione sulla crisi finanziaria promossa dal Congresso, NATIONAL COMMISSION ON THE CAUSES OF THE FINANCIAL AND ECONOMICCRISIS IN THE UNITED STATES, *Final report*, 21 January 2011, reperibile all'indirizzo http://fcic-static.law.stanford.edu/cdn_media/fcic-reports/fcic_final_report_full.pdf.

[6] D. DELLI GATTI, *La crisi dei subprime. Un'analisi delle cause*, in *Osservatorio monetario*, 1/2008, reperibile in https://www.assbb.it/wp-content/uploads/2014/10/OM_2008_01.pdf; G. B. GORTON, *The Subprime Panic*, in *National Board of Economic Review*, Working Paper, 14398, 2008, reperibile all'indirizzo https://www.nber.org/papers/w14398.pdf; JOINT ECONOMIC COMMITTEE OF THE U.S. CONGRESS, *The Subprime Lending Crisis*, 2007; G. BHARDWAJ e R. SENGUPTA, *Prepaying Subprime Mortgages*, Working Paper, Federal Reserve Bank of St. Louis, 2008; E. GRAMLICH, *Subprime Mortgages*, in *Urban Institute Press*, 2007; L. R. WRAY, *Lessons from the Subprime Meltdown*, Working Paper #522, The Levy Economics Institute, 2007; N. LINCIANO, *La crisi dei mutui subprime*, in *Quaderni di Finanza*, Consob, Roma, 62, 2008.

[7] Il fallimento di Lehman Brothers Holdings 2008, la quarta banca di investimenti più grande per attivo, avvenuto il 15 settembre 2008 con la sua sottoposizione al Chapter 11, cioè alla legge fallimentare statunitense, è stato oggetto di un'ampia letteratura. L'università di Yale ne ha fatto oggetto, nel 2014, di un complesso *case study*, che ha analizzato i diversi aspetti della vicenda. Per una visione d'insieme a cui lo studio è giunto si rinvia a R. Z. WIGGINS, T. PIONTEK e A. METRICK, *The Lehman Brothers Bankruptcy A: Overview*, Yale Program on Financial Stability Case Study 2014-3A-V1, 2014, reperibile all'indirizzo https://som.yale.edu/sites/default/files/files/001-2014-3A-V1-LehmanBrothers-A-REVA.pdf; lo studio ha prodotto i seguenti reports ai quali si rinvia anche per le bibliografie in essi riportate: R. Z. WIGGINS e A. METRICK, *The Lehman Brothers Bankruptcy B: Risk Limits and Stress Tests*, Yale Program on Financial Stability Case Study 2014-3B-V1, 2014; R. Z. WIGGINS, J. DAGHER e A. METRICK, *The Lehman Brothers*

creare, a seguito del mancato salvataggio di quel colosso finanziario, e le gravi ripercussioni di carattere economico che ne sono derivate, hanno convinto le autorità pubbliche a intervenire in favore degli istituti in difficoltà. Il ricorso al salvataggio con finanziamenti pubblici non è avvenuto solo per le banche cosiddette *too big to fail*[8], la cui scomparsa dal mercato avrebbe riversato effetti negativi sull'intero sistema finanziario globale, ma ha interessato anche istituti di credito privi di rilevanza sistemica, sia negli Stati Uniti sia in Europa. L'impegno degli Stati è stato rilevante su entrambe le sponde dell'Atlantico. Fino al 31 dicembre 2013, cioè fino a quattro mesi prima dell'approvazione della BRRD, il governo U.S.A. aveva assunto impegni per 2.853 miliardi di dollari per il salvataggio di 1.402 banche, 560 dei quali impiegati per partecipare alla capitalizzazione degli istituti, 420 come linee di credito e prestiti e la restante parte per la concessione di garanzie; alla stessa data 15 Paesi europei avevano aiutato 470 banche in difficoltà mediante iniezioni di capitale per 480 miliardi di euro, prestiti per 250 e garanzie per 2.450 miliardi circa[9]. Dall'inizio della crisi, fino al 2012,

---

Bankruptcy C: Managing the Balance Sheet through the Use of Repo105, Yale Program on Financial Stability Case Study 2014-3C-V1, 2014; R. Z. WIGGINS e A. METRICK, *The Lehman Brothers Bankruptcy D: The Role of Ernst & Young*, Yale Program on Financial Stability Case Study 2014-3D-V1, 2014; R. Z. WIGGINS, G. GIRARDI e A. METRICK, *The Lehman Brothers Bankruptcy E: The Effects on Lehman's U.S. Broker-Dealer*, Yale Program on Financial Stability Case Study 2014-3E-V1, 2014; R. Z. WIGGINS e A. METRICK, *The Lehman Brothers Bankruptcy G: The Special Case of Derivatives*, Yale Program on Financial Stability Case Study 2014-3G-V1, 2014; R. Z. WIGGINS - A. METRICK, *The Lehman Brothers Bankruptcy H: The Global Contagion*, Yale Program on Financial Stability Case Study 2014-3H-V1, 2012.

[8] J. E. STIGLITZ, *Too Big to Fail or Too Big to Save? Examining the Systemic Threats of Large Financial Institutions*, Audizione davanti al Congresso, 2009, reperibile all'indirizzo internet: https://www.jec.senate.gov/public/_cache/files/6b50b609-89fa-4ddf-a799-2963b31d6f86/stiglitz-jec-april21.pdf

[9] Dati tratti da MEDIOBANCA, *Interventi dei governi nazionali a favore delle banche e degli istituti finanziari in Europa e negli Stati Uniti dal settembre 2007 al dicembre 2013*, 2 ss., reperibile all'indirizzo internet: https://www.mbres.it/sites/default/files/resources/download_it/rs_Piani%20di%20stabilizzazione%20finanziaria.pdf. Un quadro più dettagliato relativo all'ammontare e alla tipologia degli aiuti concessi e utilizzati nei 28 Paesi dell'Unione europea può essere ricavato dalle statistiche sugli aiuti di stato al settore finanziario pubblicato sul sito della Commissione europea al seguente indirizzo internet: http://ec.europa.eu/competition/state_aid/scoreboard/index_en.html#crisis ulteriori elementi possono

l'impatto degli interventi pubblici sul prodotto interno lordo (PIL) europeo tanto a livello dei 28 Stati membri dell'Unione quanto a quello dei 19 Paesi dell'area Euro, aveva fatto registrare una tendenza alla crescita[10]. La prosecuzione di questo *trend* avrebbe potuto provocare, soprattutto nei Paesi con un'elevata incidenza del debito pubblico sul PIL e con squilibri fiscali rilevanti, un'estensione della crisi finanziaria dai bilanci delle banche

essere ricavati dai dati pubblicati da Eurostat all'indirizzo https://ec.europa.eu/eurostat/web/government-finance-statistics/excessive-deficit/supplemtary-tables-financial-crisis. Per un quadro sinottico delle tipologie di intervento promosse dai singoli Stati dell'Unione europea a supporto delle banche in crisi e degli aiuti da essi concessi ai singoli enti nel primo periodo della crisi cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Report from the Commission*, *State Aid Score board, spring 2009 update, Special edition on the State aid interventions in the current financial and economic crisis*, COM(2009)164, 8 aprile 2009.

[10] Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Eurostat supplementary table for reporting government interventions support financial institutions*, 2019 reperibile all'indirizzo internet: https://ec.europa.eu/eurostat/documents/1015035/9720710/Background-note-on-gov-interventions-Apr-2019.pdf/3c91ed77-504b-46e3-8ecb-de1bed673c6d

a quelle degli Stati che le sostenevano[11], e viceversa[12], con un possibile effetto di contagio anche degli altri Stati membri.

Di fronte a questa situazione e a questi pericoli, il legislatore europeo si è proposto di evitare che le autorità deputate alla vigilanza del mercato ripetessero l'esperienza maturata durante la crisi e dovessero affrontare le situazioni di dissesto degli istituti di credito facendo affidamento principalmente sull'azione degli Stati, con conseguente ricaduta dei relativi oneri sui loro contribuenti. L'inevitabile conseguenza del proposito enunciato nel citato primo *Considerando* della BRRD è stata quella di approntare, per la gestione delle situazioni di dissesto del sistema bancario, una strumentazione che obbligasse a un bilanciamento, nella distribuzione dei costi tra pubblico e privato, del

---

[11] Il legame tra crisi finanziaria e crisi del debito sovrano è analizzato tra gli altri da F. CAPRIGLIONE e G. SEMERARO, *Financial crisis and sovereign debt: the European Union between risks and opportunities*, in *Law and Economics Yearly Review*, I, 2012, spec. 18 s., disponibile all'indirizzo https://ssrn.com/abstract=2241607, i quali evidenziano come il peggioramento dei conti pubblici conseguente agli interventi effettuati da alcuni Paesi per salvaguardare i loro sistemi finanziari abbia generato allarme sui mercati e assoggettai quei Paesi ad aggressioni speculative. Della vasta letteratura sull'argomento si segnalano tra l'altro: V. DE BRUYCKERE, M. GERHARDT, G. SCHEPENS e R. VANDER VENNET, *Bank/sovereign risk spillovers in the European debt crisis*, in *Journal of Banking & Finance*, 37**,** 12, 2013, 4793 ss.; V. ACHARYA, I. DRECHSLER e P. SCHNABL, *A Pyrrhic Victory? - Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk*, in *NBER Working Paper*, No. 17136, 2011, 2 ss.; M. FRATZSCHER e M. H. RIETH, *Monetary policy, bank bailouts and the sovereign-bank risk nexus in the euro area*, in *DIW Berlin*, Discussion Papers, 1448, reperibile all'indirizzo internet: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2563000)*;* G. B. NAVARETTI, G. CALZOLARI e A. F. POZZOLO, *Diabolic Loop or Incomplete Union? Sovereign and Banking Risk. European Economy: Banks, Regulation, and the Real Sector*, 1, 2016, 9 ss.

[12] I risultati di un'analisi statistica del rapporto tra debito sovrano e debito delle banche svolta da M. FRATZSCHER e M. H. RIETH, *op. cit.,* 21, evidenzia il legame di reciproco sostegno tra i due debiti: "*While also shocks to bank risk had an adverse impact on sovereign risk within the own country, sovereign risk overall appears to have been the more important driver of the bank-sovereign nexus. This link has intensified significantly over time, with it being much weaker within Europe during the global financial crisis than the subsequent European crisis. We find evidence for larger spillovers of sovereign risk and bank risk in the euro area periphery to the euro area core than vice versa, despite the latter being much larger in magnitude*".

tutto differente rispetto al passato, con l'ulteriore conseguenza che, all'occorrenza, l'azione di sostegno, o salvifica, dell'ente in difficoltà avrebbe dovuto essere "*ispirata ad una concezione non interventistica, bensì liberistico-regolativa*"[13].

Il nuovo orientamento delle autorità europee ha comportato un effettivo cambio di paradigma nella gestione delle crisi bancarie e nel processo di ristrutturazione del sistema del credito e, più in generale, della finanza. La sua traduzione normativa segna un prima e un dopo nell'affrontare queste situazioni. Nel periodo precedente al recepimento della BRRD, le banche in difficoltà potevano realisticamente fare affidamento sul soccorso primario e generoso dello Stato di appartenenza per ricreare le condizioni di una sana operatività (o anche solo per sopravvivere). Di quel sostegno hanno potuto godere, senza che ciò fosse classificato un aiuto di Stato dalla Commissione europea, singoli istituti di credito e, in alcuni casi, importanti segmenti del sistema finanziario di grandi Paesi dell'Unione, quali Francia, Germania, Spagna, Irlanda, Gran Bretagna. Della prassi vigente prima dell'entrata in vigore della BRRD, stabilita per il 1° gennaio 2016, hanno goduto azionisti, creditori, depositanti e amministratori delle banche che hanno potuto fare le loro scelte con la pressoché certezza che il soccorso statale avrebbe evitato loro le eventuali conseguenze dell'azzardo morale che caratterizzava le decisioni assunte. Con il recepimento della BRRD, l'intervento pubblico nella gestione dei dissesti bancari è stato assoggettato al ricorrere, come si vedrà più in dettaglio in seguito, di determinate circostanze, tra le quali la preventiva partecipazione da parte degli azionisti e dei creditori della banca (compresi gli stessi correntisti entro certi limiti) dei costi della ristrutturazione. L'obiettivo perseguito dal legislatore europeo con una tale normativa è stato evidentemente quello di evitare di riversare sulle casse statali, e in ultima istanza sui cittadini-contribuenti, il costo della soluzione delle crisi bancarie e affidare al mercato e allo strumento della concorrenza la salvaguardia della robustezza dell'intero sistema

[13] P. ROSSI, *Banking resolution e tutela del risparmio, tra bail out e bail in*, in *Amministrazione in cammino*, 2017, 3, reperibile all'indirizzo internet: http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/2017/09/14/banking-resolution-e-tutela-del-risparmio-tra-bail-out-e-bail-in/.

creditizio dei diversi Paesi[14]. Pur nel riconoscimento della necessità di una nuova regolamentazione della gestione dei dissesti delle banche, l'affidamento al mercato della loro soluzione sottovaluta la peculiarità dell'impresa bancaria rispetto alle imprese che operano in altri settori dell'economia[15]. La necessità che non siano i conti pubblici a

[14] Per una posizione particolarmente critica su questa impostazione si rinvia a A. LUCARELLI, *Il Bail-in paradigma dell'eterno conflitto tra Stato assicuratore e stato regolatore. Crisi delle banche e nuove forme di risanamento: tra mercato, regola della concorrenza e dimensione sociale*, in *federalismi.it*, 18, 2016, 4. L'autore ritiene che il salvataggio del sistema bancario, attuato addossandone i costi agli azionisti e agli altri detentori del debito delle banche, cioè ricorrendo al *bail-in*, evidenzi il fallimento di un "*modello fondato sul valore del mercato in sé*", che può funzionare solo in presenza di un mercato dei capitali dinamico. Perciò "*appare singolare che il rimedio a tale fallimento sia ancora il mercato ed il ricorso a politiche di* governance*, piuttosto che a politiche pubbliche di* government*, intese nella loro dimensione pubblicistica e non unicamente di matrice statalista*". Per una posizione analoga si veda L. ERZEGOVESI, *Il Bail-in e le banche italiane: due visioni e tre risposte concrete. Scritto per il Convegno Salvataggio bancario e tutela del risparmio*, in *Riv. dir. banc.*, 2016, 483, secondo cui la soluzione prospettata dal legislatore europeo non è "*credibile quando pone fiducia a priori nelle soluzioni, anche dirompenti, prodotte dal libero esplicarsi delle forze di mercato*".

[15] Senza entrare nel dettaglio delle differenze con le imprese degli altri settori, occorre almeno ricordare che il sistema bancario costituisce una fondamentale infrastruttura funzionale per le attività dell'economia reale e che l'interconnessione tra le imprese bancarie agevola il diffondersi delle crisi. Il meccanismo di trasmissione è così descritto in J. ARMOUR, *Making Bank Resolution Credible*, in *ECGI Working Paper Series in Law*, n. 244, 2014, 4: "*Financial institutions are also typically highly interconnected, meaning that problems at one can easily be transmitted to others. In the most literal sense, this occurs through direct connections between balance sheets, with the liabilities of one institution being assets of others that become devalued on its financial distress. Contagion can also be driven by correlation in investment strategies. Fire-sale liquidation of assets by a distressed institution depresses the value price of the assets and consequently affects other institutions' balance sheets. Furthermore, contagion can occur across the liabilities side of firms' balance sheets, where short-term funders (such as depositors) infer from the failure of financial institution A that financial institution B is also likely to face difficulties, consequently provoking a run on B. Such an inference could be drawn if either of the previous two mechanisms of contagion are present — that is, if B holds A's debt, or if B holds assets that A is liquidating. This means that the various mechanisms of contagion can compound each others' effects*". Il meccanismo del contagio può avere come conseguenza un'interruzione del processo detto di distruzione creatrice che fa si che il fallimento di un'impresa libera spazi di mercato riempiti con la creazione di nuove imprese o da quelle già esistenti. Nel mercato del credito non necessariamente il fallimento di una banca costituisce un'opportunità per le altre banche, come evidenzia anche C. BRESCIA MORRA, *Nuove regole per la gestione delle crisi bancarie:*

sopportare l'onere del ripianamento delle perdite registrate dagli istituti creditizi e, conseguentemente, di tutelare i contribuenti, enfatizza forse eccessivamente l'alterità tra questi ultimi e i risparmiatori investitori, non considerando che "*contribuenti e risparmiatori non sono razze tra loro aliene, sono, nell'insieme, la stessa comunità, quella dei cittadini*"[16]. Un numero rilevante di contribuenti sono, infatti, gli stessi cittadini che consegnano agli istituti di credito i propri risparmi e si affidano ai medesimi, a volte anche incautamente, per la gestione dei propri investimenti. La mancata riflessione su questi aspetti ha probabilmente svolto un ruolo non secondario nella maturazione, presso l'opinione pubblica, della convinzione che i finanziamenti pubblici servano a salvare esclusivamente l'ente finanziario e che pertanto sia giusto che paghino i "*banchieri*". Ma "*when it is said that the bank will pay the penalty of failure, this essentially means that the penalty is paid, in the guise of worsened terms, by bank managers, bank staff, bank creditors, or the borrowers*"[17].

Il cambio del paradigma in base al quale si ritiene più efficace ed economico imporre ai privati sia i rischi diretti dell'insolvenza della banche di cui sono soci o creditori, sia quelli trasmessi per contagio alle loro banche sane, rispetto "*all'intervento perequativo del*

---

risparmiatori vs contribuenti, in *A.G.E.*, 2, 2016, 284 ss. Sulle peculiarità delle banche e dei principi che regolano le loro crisi si vedano anche R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2012, 799 ss.; A. ANTONUCCI, *Diritto delle banche*, Milano, 2012, 387 ss.; B. INZITARI, *La disciplina della crisi nel testo unico bancario*, in Aa. Vv., *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, Quaderni di Ricerca Giuridica, Banca d'Italia, Roma, 75, 2014, 126 ss.

[16] S. ROSSI, *L'Unione Bancaria nel processo di integrazione europea*, Intervento del Direttore generale della Banca d'Italia al Convegno "Unione Bancaria europea e rapporto Banca Impresa", CUOA Business School, Altavilla Vicentina, 7 aprile 2016, 7, consultabile all'indirizzo internet: https://www.bancaditalia.it/media/notizia/l-unione-bancaria-nel-processo-di-integrazione-europea-intervento-di-salvatore-rossi/. Per una posizione non conforme all'idea che i cittadini contribuenti debbano sopportare il costo dell'eventuale tutela dei risparmiatori in caso dei salvataggi bancari cfr. G. MINERVINI, *Note sull'assicurazione dei depositi bancari*, in F. Belli e altri (a cura di), *Banche in crisi 1960-1985*, Bari, 1987, 182; vi veda anche ID., *Il "ristoro" ex D.M. 27 settembre 1974 e il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 8 ss.

[17] E. AVGOULEAS e C. GOODHART, *An Anatomy of Banks Bail-ins. Why the Eurozone Needs a Fiscal Backstop for the Banking Sector*, in *European Economy*, 2, 2016, 81.

welfare"[18], può essere espresso, in estrema sintesi, con il ricorso ai due termini di *bail-out* e *bail-in*, impiegati sia in letteratura sia, soprattutto nella pubblicistica corrente, con una forza di contrapposizione che non ne rispecchia né la struttura o la finalità giuridica né la loro effettiva operatività[19]. Il passaggio da un contesto in cui le crisi finanziarie degli istituti di credito venivano gestite principalmente mediante il ricorso a risorse esterne agli enti in difficoltà, ad uno in cui i capitali necessari devono essere reperiti all'interno dei medesimi o comunque sul mercato, ha comportato, naturalmente, anche rilevanti innovazioni formali, procedurali e nella distribuzione dei poteri che hanno determinato la creazione di un nuovo ordinamento giuridico a livello europeo per la gestione delle crisi degli istituti di credito; ciò chiaramente ha richiesto l'istituzione di nuove autorità a cui affidare vecchie e nuove funzioni al fine di garantire l'uniformità e la coerenza della nuova normativa a livello europeo.

Gli Stati membri dell'Unione europea hanno dovuto ovviamente recepire il nuovo ordinamento giuridico definito dal legislatore europeo. L'Italia ha provveduto a tale incombenza con il D. Lgs. 180/2015[20], con il D. Lgs. 181/2015[21] il legislatore ha invece

---

[18] L'espressione è di A. LUCARELLI, *op. cit.*, 6.

[19] Nell'imminenza dell'approvazione della BRRD, non mancò chi sostenne che sarebbe stato da ingenui pensare che i governi del nord Europa che avevano voluto il *bail-in* per imporlo ai Paesi del Sud Europa lo avrebbero applicato alle proprie banche in caso di una futura crisi, cfr. P. DE GRAUWE, *The New Bail-in Doctrine: A recipe for banking crises and depression in the eurozone*, in *Ceps Commenatry*, 2013, 2 s.

[20] Decreto legislativo 16 novembre 2015, n. 180, Attuazione della direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/ CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE), n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio, pubblicato sulla G. U. n. 267 del 16-11-2015. Per un quadro di sintesi del recepimento nell'ordinamento italiano della normativa europea, cfr. CAMERA DEI DEPUTATI, *Normativa europea in materia bancaria e recepimento in Italia,* in *Documentazione e ricerche*, n. 224/3, 2017, 3 ss., disponibile all'indirizzo internet: http://documenti.camera.it/leg17/dossier/pdf/FI0440c.pd

[21] Decreto legislativo 16 novembre 2015, n. 181, Modifiche del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 e del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in attuazione della direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e

adeguato alla nuova normativa europea la disciplina contenuta all'interno del Testo Unico Bancario. Il recepimento della normativa europea ha comportato una parziale cessione di sovranità alle autorità europee da parte di quelle nazionali a cui gli Stati membri avevano attribuito i poteri e le competenze per il governo dei sistemi bancari nazionali[22].

Fino all'entrata in vigore del nuovo quadro normativo, gli Stati membri hanno potuto realizzare gli interventi di *bail-out* con una certa autonomia, sebbene esercitata, naturalmente nei limiti posti dal rispetto della normativa europea sugli aiuti di Stato. In assenza di una disciplina comune a livello europeo, ottenuta l'autorizzazione dalla Commissione, ciascuno Stato ha cercato di gestire le crisi bancarie attraverso l'applicazione della propria disciplina interna, che in alcuni casi era la stessa applicabile alla generalità delle imprese[23], con la conseguenza di creare un'inevitabile diversità di trattamento dovuta alla modalità e anche alla generosità degli interventi effettuati. Ciò ha evidentemente influito anche sulla concorrenzialità tra i sistemi finanziari dei singoli Stati, con la conseguenza che la competitività delle imprese bancarie e la loro capacità di

---

risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/ UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE), n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio, pubblicato sulla G. U. n. 267 del 16-11-2015.

[22] Cfr. L. TORCHIA, *La nuova governance economica dell'Unione europea e l'Unione bancaria*, in M. P. Chiti e V. Santoro (a cura di) *L'Unione bancaria europea*, Ospedaletto, 2016, 55 s.

[23] Il punto è sottolineato dal quarto Considerando della BRRD: "*Attualmente, le procedure di risoluzione degli enti non sono armonizzate a livello dell'Unione. Alcuni Stati membri applicano agli enti le stesse procedure applicate ad altre imprese insolventi che, in determinati casi, sono state adattate a tale scopo. Vi sono notevoli differenze sostanziali e procedurali tra le normative, i regolamenti e le disposizioni amministrative che disciplinano l'insolvenza degli enti negli Stati membri. Inoltre, la crisi finanziaria ha messo in rilievo il fatto che non sempre le procedure di insolvenza generalmente applicabili alle imprese sono adatte per gli enti in quanto, in alcuni casi, esse non possono garantire sufficiente rapidità di intervento, la prosecuzione delle funzioni essenziali degli enti e il mantenimento della stabilità finanziaria*".

attrarre investitori e depositanti risultavano influenzate da fattori esterni e non più in ragione della remunerazione offerta e della loro affidabilità[24].

L'obiettivo della nuova normativa è stato quindi anche quello di superare la frammentarietà che si era determinata, favorendo la creazione di un ordinamento giuridico formato da procedure, strumenti e tipologie di interventi da applicare, in teoria, in maniera uniforme su tutto il territorio dell'Unione. Le nuove riforme tendevano a creare un sistema unitario nel quale le difficoltà eventualmente riscontrate da un'istituzione bancaria avrebbero dovuto essere affrontate, esclusivamente, ricorrendo alle stesse misure messe a disposizione dalla BRRD, indipendentemente dallo Stato o dagli Stati di stabilimento dell'ente.

2. Il contributo della Commissione europea nella definizione di un nuovo approccio alla gestione delle crisi delle banche.

Malgrado la Direttiva 2014/59/UE comporti un cambio di paradigma nella "filosofia" con cui affrontare le crisi del sistema bancario europeo, la cassetta degli attrezzi che essa appronta è il prodotto di una normativa sedimentata nel tempo e di un'attenzione che, come attestano le date degli altri provvedimenti che essa modifica, è divenuta crescente con la crisi economica e finanziaria scoppiata alla fine del primo decennio del secolo. Non va, inoltre, sottovalutato il contributo che anche altre autorità europee hanno fornito alla configurazione del quadro normativo che ora costituisce la cornice giuridica per la gestione delle crisi degli istituti di credito. Particolarmente importante è stato il ruolo della Commissione europea[25], la quale, a partire dall'inizio della crisi fino

[24] In questo senso il considerando 19 della Direttiva 2014/49/UE nella quale si afferma che "[n]*ella recente crisi finanziaria gli aumenti non coordinati della copertura nell'Unione hanno fatto sì che in alcuni casi i depositanti trasferissero il denaro in enti creditizi di paesi con più elevate garanzie dei depositi.* [..]. *In fasi di stabilità è possibile che livelli diversi di copertura portino i depositanti a scegliere la massima protezione dei depositi anziché il prodotto a loro più adatto*".

[25] Sulla rilevanza della Commissione si veda M. CLARICH, *Sostegno pubblico alle banche e aiuti di stato*, in F. Cesarini (a cura di), I *crediti deteriorati nelle banche italiane*, Torino, 2017, 83 ss.; M. MARCUCCI, *Aiuti di Stato e stabilità finanziaria. Il ruolo della Commissione europea nel quadro normativo europeo sulla gestione delle crisi bancarie*, in M. P. Chiti e V. Santoro (a cura di) *L'Unione bancaria europea*, Ospedaletto, 2016, 291 ss.,; A. TONETTI, *La disciplina comunitaria e globale degli aiuti a favore del sistema*

all'approvazione della BRRD, ha emanato ben sette Comunicazioni, relative al settore bancario, finalizzate a chiarire i criteri e i parametri sulla base dei quali erano condotte le valutazioni in merito alle richieste di autorizzazione relative alle concessioni di aiuti di Stato nel settore bancario. In tali documenti, la Commissione non ha potuto che constatare il carattere sistematico della crisi finanziaria e i conseguenti rischi, da un lato, di mettere in pericolo anche banche fondamentalmente sane e, dall'altro, dei gravi effetti negativi che, in ragione dell'elevato livello di integrazione e interdipendenza dei mercati finanziari europei, avrebbe potuto produrre il fallimento di istituzioni finanziare di rilevanza sistemica. La necessità di contrastare l'avverarsi di tali pericoli, ha indotto la Commissione ad affermare, con la sua prima Comunicazione del 25 ottobre 2008[26], "*che gli Stati membri possono considerare necessaria l'adozione di misure adeguate per tutelare la stabilità del sistema finanziario. Data la natura particolare dei problemi attuali nel settore finanziario, tali misure possono doversi estendere al di là della stabilizzazione delle singole istituzioni finanziarie e comprendere regimi di carattere generale*"[27]. Le successive Comunicazioni del 15 gennaio 2009 sulla ricapitalizzazione

---

bancario, in *Giornale di diritto amm.*, n. 6, 2009, 659 ss., in cui l'autore analizza la Comunicazione della Commissione europea, 13 ottobre 2008, n. 2008/C 270/02 relativa all'applicazione delle regole in materia di aiuti di Stato alle misure adottate per le istituzioni finanziarie nel contesto dell'attuale crisi finanziaria mondiale, pubblicata sulla G.U.C.E. del 25 ottobre 2008, e la Comunicazione della Commissione europea, 5 dicembre 2008, n. 2009/C 10/03 in tema di ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie nel contesto dell'attuale crisi finanziaria: limitazioni degli aiuti alminimo necessario e misure di salvaguardia contro indebite distorsioni della concorrenza, pubblicata sulla G.U.C.E. 10 del 15 gennaio 2009.

[26] Comunicazione sull'applicazione delle regole in materia di aiuti di Stato alle misure adottate per le istituzioni finanziarie nel contesto dell'attuale crisi finanziaria mondiale (in appresso «la comunicazione relativa alle banche del 2008»), pubblicata in G.U.U.E, C 270 del 25.10.2008, pag. 8.

[27] Cfr. punto 4 dell'introduzione alla Comunicazione relativa alla ricapitalizzazione delle istituzioni finanziarie nel contesto dell'attuale crisi finanziaria: limitazione degli aiuti al minimo necessario e misure di salvaguardia contro indebite distorsioni della concorrenza (in appresso «la comunicazione sulla ricapitalizzazione») pubblicata in G.U.U.E, C 10 del 15.1.2009, pag. 2.

delle istituzioni finanziarie[28], del 23 marzo 2009 sui crediti deteriorati[29], del 18 agosto 2009 sulla ristrutturazione[30], e quelle di proroga del 2010[31] e del 2011[32], hanno contribuito a definire dei criteri interpretativi, per valutare gli interventi posti in essere dagli Stati membri a sostegno degli enti finanziari, meno rigidi rispetto a quelli adottati nelle decisioni aventi ad oggetto la concessione di aiuti alla generalità delle imprese in difficoltà[33], che risultavano palesemente inadeguati a fronteggiare con tempestività la crisi finanziaria[34].

---

[28] Vedi nota precedente.

[29] Comunicazione della Commissione sul trattamento delle attività che hanno subito una riduzione di valore nel settore bancario comunitario (in appresso «la comunicazione sulle attività deteriorate»), pubblicata in G.U.U.E., C 72 del 26.3.2009, pag. 1.

[30] comunicazione sul ripristino della redditività e la valutazione delle misure di ristrutturazione del settore finanziario nel contesto dell'attuale crisi in conformità alle norme sugli aiuti di Stato (in appresso «la comunicazione sulla ristrutturazione»), pubblicata in G.U.U.E., C 195 del 19.8.2009, pag. 9.

[31] Comunicazione della Commissione relativa all'applicazione, dal 1° gennaio 2011, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria (in appresso «la comunicazione di proroga del 2010»), pubblicata in G.U.U.E., C 329 del 7.12.2010, pag. 7.

[32] Comunicazione della Commissione relativa all'applicazione, dal 1° gennaio 2012, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria (in appresso «la comunicazione di proroga del 2011»), pubblicata in G.U.U.E., C 356 del 6.12.2011, pag. 7.

[33] Comunicazione della Commissione Orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione delle imprese in difficoltà, pubblicata in G.U.C.E, C 244/2 del 1.10.2004.

[34] Per i motivi dell'inadeguatezza della Comunicazione della Commissione 2004/C 244/02 ad affrontare la crisi finanziaria, cfr. C. DŐRR, *Provisional legal framework of the European Commission for State aid to facilitate access to finance for financial institutions during the current financial and economic crisis*, in M. Krasnodębska-Tomkiel (edited by), *Changes in competition policy over the last two decades*, Varsavia, 2010, 298, reperibile all'indirizzo internet: *www.uokik.gov.pl/download.php?plik=8562)*, secondo cui "*These guidelines are not adequate for the banking crisis, however. For example, the ban on structural measures in the rescue phase strictly limited the latitude of the State when it comes to reversible instruments, such as loans and credit guarantees. In addition, the obligation to create are structuring plan would also not be suitable to the banking crisis given that the stabilisation measures were also geared*

2.1 Il riconoscimento della sistematicità della crisi e l'intervento pubblico quale possibile rimedio alla situazione.

Con la comunicazione relativa alle banche dell'ottobre 2008, la Commissione ha in particolare valorizzato quanto disposto all'articolo 107, paragrafo 3, lettera b), del Trattato sul Funzionamento dell'Unione europea, che riconosce compatibili con il mercato interno gli interventi "*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*". Prima di tale comunicazione, come anche dimostrato dalla vicenda relativa all'aiuto concesso dalle autorità inglesi alla *Northern Rock*, la compatibilità degli interventi pubblici nel settore bancario, al pari di quelli relativi alle imprese operanti in ambiti diversi, veniva valutata principalmente solo in ragione di quanto previsto all'articolo 107, paragrafo 3, lettera c), del TFUE; in virtù del quale gli aiuti potevano essere autorizzati se "*destinati ad agevolare lo sviluppo di talune attività o di talune regioni economiche, sempre che non alterino le condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse*". È evidente come, alla luce della gravità della situazione in cui all'epoca versava l'economia europea e il suo settore bancario, la decisione di ampliare la base giuridica in base alla quale valutare la compatibilità degli interventi pubblici abbia, in un periodo di elevata pressione politica e finanziaria, permesso alla Commissione una maggior libertà di manovra nell'autorizzare gli interventi a sostegno degli intermediari creditizi, contribuendo a stabilizzare la situazione all'interno del mercato unico. La possibilità di motivare le proprie decisioni semplicemente sulla base del carattere sistemico della crisi, aveva infatti contribuito a rendere il ruolo della Commissione più trasparente e meno soggetta alle pressioni dei singoli Stati[35].

---

towards fundamentally sound banks, whose present diffculties stemmed from market conditions and were not the result of endogenous problems. The 'one time, last time' condition is ultimately too strict in a crisis of such severity, since the crisis has shown that it is not possible to make reliable projections on the economic state of individual banks, and thus on their need for assistance on the medium term".

[35] Per una più generale considerazione delle diverse modalità di valutazione degli aiuti di Stato da parte della Commissione, cfr. M. BLAUBERGER, *From Negative to Positive Integration: European State Aid*

La Commissione, infatti, prendendo atto dei pericoli a cui risultava esposta l'intera infrastruttura finanziaria dell'Unione, in mancanza di un'azione massiccia e tempestiva, ha potuto modificare il proprio approccio nella valutazione della compatibilità degli interventi pubblici nel settore bancario e finanziario europeo[36], procedendo a un radicale, e necessario, cambio di strategia[37].

Ciò tuttavia non è stato privo di conseguenze. Successivamente al cambiamento di registro nella valutazione degli interventi da parte della Commissione[38] si è verificato "*the*

Control Through Soft and Hard Law, MPIfG Discussion Paper, 2008, disponibile all'indirizzo internet: https://ssrn.com/abstract=1660981.

[36] La consapevolezza della gravità della situazione è testimoniata dalle parole pronunciate dall'allora commissario alla concorrenza di fronte al Parlamento europeo: N. KROES, *Dealing with the current financial crisis*, Economic and Monetary Affairs Committee, European Parliament Brussels, 6th October 2008, SPEECH/08/498, 2 ss., consultabile all'indirizzo europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-08-498_en.pdf: "*First, we are acting to approve rescue measures for banks very quickly, in order to protect financial stability and avoid spill-over effects on the rest of the economy. Second, with regard to restructuring aid, our focus is on finding appropriate solutions that will restore viability in the long-term, rather than an urgent reaction. I am determined that our State aid system will continue to be part of the solution, not part of the problem. The system helps us provide a Europe-wide response to a Europe-wide problem. The European Commission is making sure that it can react with the adequate responsiveness to the current situation. Member States need to act very quickly and markets need to be reassured that whatever they do is not going to be jeopardised by EU rules*".

[37] Sul punto cfr. F. CROCI, *L'impatto della crisi finanziaria sugli aiuti di Stato al settore bancario*, in *Il diritto dell'unione europea*, 2, 2014, 733 ss.

[38] F. BESTAGNO, *Gli aiuti di Stato in tempi di crisi: il sostegno all'economia reale tra misure nazionali e Piano europeo di ripresa*, in G. Sacerdoti e A. Ligustro (ed.), *Problemi e tendenze del diritto internazionale dell'economia*, Liber amicorum P. Picone, Napoli 2011: 691- 710; D. ZIMMER e M. BLASCHCZOK, *The role of competition in European state aid control during the financial markets crisis*, in *European Competition Law Review*, 2011, 9 ss.; C. AHLBORN e D. PICCININ, *The application of the principles of restructuringaid to banks during the financial crisis*, in *European State Aid Law Quarterly*, 1, 2010, 47 ss.; R. M. D'SA, *'Instant' state aidlaw in financialcrisis — a U-turn?*, in *European State Aid Law Quarterly*, 2, 2009, 139 ss.; P. WERNER e M. MAIER, *Procedure in Crisis? Overview and Assessment of the Commission's State Aid Procedure during the Current Crisis*, *ivi*, 177 ss.

flurry of State aid"[39]. D'altra parte, il soccorso agli istituti di credito già in difficoltà (o a rischio di crisi) non poteva che richiedere un massiccio impiego di finanziamenti pubblici, considerato che un irrigidimento della Commissione nel pretendere il rispetto della disciplina di mercato sarebbe stato probabilmente controproducente, anche in considerazione del fatto che, come si è accennato più sopra, una responsabilità non secondaria, nell'originare e diffondere le situazioni di dissesto, è stata attribuita proprio all'applicazione esasperata delle regole del mercato[40].

2.2 La Commissione e il ruolo di azionisti e creditori nelle crisi bancarie, un timido accenno al principio del burden sharing.

Sul versante che qui maggiormente interessa, e che costituirà la chiave di lettura dell'analisi delle Comunicazioni della Commissione che sarà svolta, si può rilevare che le Comunicazioni adottate negli anni 2008 e 2009 consentivano ancora il salvataggio e il sostegno alle banche nell'ottica del *bail-out.* Con tali documenti, infatti, sebbene la Commissione auspicasse la partecipazione dei detentori degli strumenti di capitale e delle passività al ripianamento delle perdite e ai costi di stabilizzazione finanziaria degli istituti,

---

[39] H. UNGERER, *State Aids 2008 / 2009. 12 months of crisis management and reforms*, Speech at 7th Experts' Forum on New Developments in European State Aid Law 2009 KEYNOTE ADDRESS Brussels, 14 May 2009, 3. La raffica di aiuti ai quali si riferisce l'autore, all'epoca vice direttore generale della Commissione europea, con responsabilità sugli aiuti di Stato, è costituita dalle decisioni assunte dalla Commissione tra ottobre 2008 a marzo 2009, relative a "*more than fifty State aid decisions in the context of the financial crisis — until March of this year twelve comprehensive guarantee schemes, five major recapitalisation schemes, five framework schemes comprising a combination of these measures and a substantial number of ad-hoc measures concerning certain banks. Taken together the schemes and measures approved sum up to an aid framework of 3 trillion Euros, or 24% of the GDP of the European Union, out of which 2.3 trillion for possible guarantees*". Il testo del discorso è reperibile all'indirizzo: http://ec.europa.eu/competition/speeches/text/sp2009_05_en.pdf. L'attività della Commissione è stata intensa anche successivamente, come risulta dal suo rapporto sui recenti sviluppi relativi agli aiuti concessi al settore finanziario in relazione alla crisi - Aggiornamento primavera 2010, COM(2010) 255 definitivo, 27.5.2010, 5, (reperibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2010/IT/1-2010-255-IT-F1-1.Pdf) secondo cui al 31 marzo 2010 erano state adottate 161 decisioni relative al settore finanziario sulla base dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera b) del TFUE.

[40] Cfr. A. BAGLIONI, *Crisi bancarie: questa sentenza è una lezione per l'Europa*, in *lavoce.info*, 2019.

non attribuiva a tale condizione un carattere vincolante nella decisione in merito all'autorizzazione delle eventuali misure attuate attraverso il ricorso a risorse di natura pubblica. Fu tuttavia solo nel 2013 quando l'economia europea stava lentamente riprendendo un *trend* positivo, la tensione sui mercati finanziari si era attenuata e si considerava allentato il legame tra debito delle banche e debito sovrano, che la Commissione, ritenendo superata la fase più critica e rischiosa della crisi, decise di procedere ad una ridefinizione dei criteri relativi alla valutazione della compatibilità degli interventi pubblici con la normativa sugli aiuti di Stato. Nel luglio di quell'anno fu quindi emanata una nuova Comunicazione[41], con la quale, l'autorità europea, per evitare che la concorrenzialità sul mercato bancario fosse minacciata da un'eventuale eccessiva prodigalità degli Stati verso gli istituti creditizi in difficoltà, richiese che in tal caso anche i loro azionisti e creditori fossero chiamati a sostenere i costi del risanamento. Fu così introdotto il criterio del *burden sharing*, secondo cui l'aiuto pubblico sarebbe risultato subordinato al preventivo intervento finanziario da parte dei privati. Come si vedrà, questo criterio costituisce il perno alla base della BRRD, e in particolare dello strumento principe della risoluzione bancaria. Sul piano delle conseguenze per gli azionisti e creditori delle banche gli orientamenti manifestati dalla Commissione con quest'ultima Comunicazione prepararono il terreno per le disposizioni legislative introdotte con la Direttiva sul risanamento e la risoluzione degli enti bancari e finanziari.

Anche se con un certo schematismo, l'emanazione della Comunicazione del luglio 2013, consente dunque di individuare due fasi temporali nelle decisioni assunte dalla Commissione relativamente alla concessione degli aiuti pubblici e alla partecipazione degli azionisti e degli investitori nel risanamento delle banche in crisi.

[41] Comunicazione della Commissione relativa all'applicazione, dal 1° agosto 2013, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria (in appresso «la comunicazione sul settore bancario»), pubblicata in G.U.U.E., C 2016 del 30 luglio 2013.

2.3 Azionisti e dei creditori nella fase acuta della crisi: l'intervento pubblico a favore degli istituti in crisi quale strumento di tutela degli investitori.

Tra ottobre 2008 e agosto 2009 la Commissione pubblicò, come si è visto, ben quattro comunicazioni, dettate da una grande preoccupazione in merito alla sopravvivenza di singole istituzioni creditizie e alla stabilità dell'intero sistema finanziario europeo. Con esse ci si propose di consentire alle autorità nazionali di fronteggiare la grave situazione di emergenza che si era venuta a creare con interventi pubblici la cui valutazione - circa la loro compatibilità con la normativa sugli aiuti di Stato - non poteva basarsi unicamente sui possibili effetti di distorsione della concorrenza che sarebbero potuti derivarne. Quelle Comunicazioni[42], e le altre che ne prorogarono gli effetti, considerate nel loro insieme, consentirono la realizzazione di un complesso quadro di interventi ritenuti necessari per riportare in sicurezza le banche in crisi, o per proteggerle dal rischio di incorrere in ulteriori difficoltà finanziarie. Le azioni da intraprendere potevano, infatti, riguardare: la ristrutturazione e ricapitalizzazione degli istituti; il rilascio di garanzie sui crediti deteriorati e sui titoli di debito emessi dalle banche; l'ordinata liquidazione delle banche in dissesto; il supporto per garantire agli istituti adeguati livelli di liquidità[43].

---

[42] Per un esame delle prime comunicazioni, cfr. S. FORTUNATO, *Aiuti di Stato e mercato creditizio fra orientamenti comunitari e interventi nazionali*, in G. Bianchi (a cura di), *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, 2010, spec. 343 ss.; A. TONETTI, *op. cit.*, 659 ss.; S. MICOSSI, G. BRUZZONE e M. CASSELLA, *Bail-in Provisions in State Aid and ResolutionProcedures: Are they consistent with systemic stability?*, in *Ceps policy brief*, No. 318, 2014, 3 ss, https://www.ceps.eu/system/files/PB%20318%20SM%20et%20al%20Bail-in%20Provisions%20in%20State%20Aid%20and%20Resolution%20Procedures%20final_0.pdf.

[43] Per un esame d'insieme delle Comunicazioni cfr. A. GUACCERO, *Global Crisis, Globalization of Remedies. Comparative Remarks on the Approach to Banking and Financial Crisis in the US and the EU*, in *Ann. dir. comp. stu. leg*., 2, 2017, 348, disponibile all'indirizzo https://ssrn.com/abstract=3106653; C. FONTANA, *Gli aiuti di stato di natura fiscale*, Torino, 2012, 178 ss.; T. BECK, D. COYLE, M. DEWATRIPONT, X. FREIXAS e P. SEABRIGHT, *Bailing out the Banks: Reconciling Stability and Competition An analysis of state-supported schemes for financial institutions*, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London, 2010, 59 ss.

Nella valutazione degli apporti aventi queste finalità, la Commissione voleva assicurarsi che agli Stati membri fosse chiaro che "*there was no blank cheque*"[44] e che, nonostante la situazione di emergenza, sarebbero stati applicati alcuni criteri di base per evitare un uso indiscriminato della facoltà concessa[45]. Tuttavia, già il solo cambiamento in merito alla base giuridica applicabile nella valutazione della compatibilità degli aiuti di Stato, di cui si è già detto, ha permesso un allentamento del rigore con cui gli stessi venivano autorizzati[46]. Il nuovo orientamento della Commissione ha facilitato il ricorso ai finanziamenti pubblici anche a tutela delle posizioni di alcune tipologie di creditori. Ciò si è dovuto alla consapevolezza che il superamento della grave emergenza in cui era incorso il sistema finanziario e che il risanamento dei singoli enti non poteva prescindere dalla conservazione della fiducia e del rapporto contrattuale con il maggior numero possibile di loro creditori e investitori.

---

[44] H. UNGERER, *op. cit.,* 6.

[45] La "filosofia" con cui la Commissione avrebbe applicato la normativa sugli aiuti di stato è, naturalmente illustrata nelle singole Comunicazioni, tuttavia pare ben sintetizzata da H. UNGERER, *op. cit.*, 6 s., secondo il quale: "*the Commission maintained key principles: –Non-discriminatory access to a national scheme by making sure that eligibility for a support scheme is not based on nationality, –Limitation in time—support only to be provided as long as necessary to cope with the current turmoil in financial markets. State support has to be reviewed, adjusted or terminated as soon as improved market conditions so permit—all inherent in the temporary nature of measures based on Art. 87(3) (b), –State support to be clearly defined and limited in scope to what is necessary to address the acute crisis while excluding unjustified benefits for shareholders of financial institutions at the taxpayer's expense, – An appropriate contribution of the private sector. This implies that there should be an adequate remuneration for general support schemes and the private sector is to cover at least a significant part of the cost of assistance granted, – There must be sufficient behavioural rules for beneficiaries that prevent an abuse of State support — no expansion and aggressive market strategies on the back of a State guarantee*".

[46] Cfr. M. DEWATRIPONT, G. NGUYEN, P. PRAET e A. SAPIR, *The role of state aid control in improving bank resolution in Europe*, Bruegel Policy Contribution 4, 2010, reperibile all'indirizzo internet: https://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/pc_2010_04_state_aid_-1.pdf

Al riguardo, la prima Comunicazione[47] chiamava in causa azionisti e creditori dell'ente per segnalare che gli stessi non dovevano ricevere "*il vantaggio di un aiuto di qualsiasi tipo nel contesto del procedimento di liquidazione controllata*"[48]; e, in ossequio al principio generale che gli aiuti pubblici devono essere limitati al minimo indispensabile, stabiliva che "*gli Stati membri devono adottare provvedimenti adeguati ad assicurare un contributo significativo, da parte dei beneficiari e/o del settore, al costo della garanzia e, ove necessario, al costo dell'intervento dello Stato qualora la garanzia debba essere escussa*"[49]. L'ipotesi di far ricadere all'interno delle banche stesse una parte del costo complessivo del loro risanamento (o rafforzamento patrimoniale) veniva confermata nella terza Comunicazione - la n. 2009/C 72/01, concernente il trattamento delle attività che hanno subito una riduzione di valore - e ribadita nella quarta – la n. 2009/C 194/04 sul ripristino della redditività e la valutazione delle misure di ristrutturazione del settore finanziario - nella quale si afferma che "*la Commissione applicherà il principio fondamentale dell'adeguata condivisione degli oneri tra Stati membri e banche beneficiarie tenendo conto della situazione globale del settore finanziario. Qualora non sia immediatamente possibile una considerevole condivisione degli oneri a causa delle circostanze di mercato al momento del salvataggio, la questione dovrebbe essere affrontata in una fase successiva dell'attuazione del piano di ristrutturazione*"[50].

---

[47] Per un suo esame, cfr. L. SCIPIONE, *Crisi bancarie e disciplina degli aiuti di stato. Dalla prospettiva europea all'attuazione nell'ordinamento italiano. Elementi di confronto e spunti di riflessione,* in *Innovazione e diritto*, n. 2-3, 2017, cit. 15 ss. Questa prima Comunicazione riprese gli orientamenti, in materia di crisi finanziaria, emersi dalla sessione del Consiglio dell'Unione europea del 7 ottobre 2008, le cui conclusioni sono riportate nel Comunicato stampa reperibile all'indirizzo: https://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/it/ecofin/103563.pdf.

[48] Cfr. punto 46, della Comunicazione relativa alle banche del 2008.

[49] Cfr. punto 25, della Comunicazione relativa alle banche del 2008.

[50] Cfr. punto 7, della Comunicazione sulla ristrutturazione.

2.4 Primi accenni alla condivisione degli oneri e la discrezionalità statale.

Nelle prime Comunicazioni, la Commissione enuncia il principio della condivisione degli oneri da parte degli azionisti, degli investitori e dei depositanti della banca, lasciando tuttavia agli Stati membri un'ampia autonomia nell'individuare i soggetti che dovessero effettivamente concorrere - con lo Stato - al finanziamento dell'intervento e la portata dell'eventuale sacrificio privato. L'entità della condivisione richiesta ad azionisti e creditori dell'ente poteva infatti essere graduata in ragione della finalità perseguita con l'intervento e del grado di rischio che tali soggetti avevano ritenuto di assumere. Nel complesso, però, si può sostenere che la Commissione ipotizzasse un'applicazione del principio della condivisione degli oneri con un atteggiamento di "benevolenza" nei confronti dei soggetti privati. Ciò anche in ragione del fatto che, sulla base degli orientamenti espressi dalle prime Comunicazioni, sarebbe stato possibile, senza violare la normativa sugli aiuti di Stato, l'impiego di fondi pubblici a favore di una banca in difficoltà, anche al fine di tutelare alcuni diritti dei creditori, se ciò fosse stato necessario per la stabilità del sistema e per salvaguardare la funzionalità dell'ente creditizio.

Quest'ultimo è il caso ipotizzato nella prima Comunicazione, dove, al punto 19, si prevede che "*nelle attuali circostanze eccezionali, può essere necessario rassicurare i titolari di depositi presso le istituzioni finanziarie sul fatto che non subiranno perdite, in modo da limitare l'evenienza di una fuga dalle banche, con indebiti effetti di ricaduta negativa sulle banche sane. In linea di principio, dunque, nel contesto di una crisi sistemica, le garanzie generali che tutelano i depositi al dettaglio (e i titoli di debito detenuti dai clienti al dettaglio) possono costituire legittimamente parte della risposta in termini di politiche pubbliche*". La rassicurazione riguarda evidentemente l'importo dei

depositi dei clienti al dettaglio[51] superiore al livello già garantita dagli appositi fondi di tutela[52], nei Paesi in cui tali strumenti erano stati istituiti ed erano operativi.

L'inciso riportato tra le parentesi nel testo citato consente di estendere la tutela anche ai titoli di debito detenuti da clienti al dettaglio. Sembra importante osservare che il verbo usato nell'inciso è detenere e non sottoscrivere. La Commissione considera quindi che la garanzia possa essere concessa anche rispetto a strumenti già emessi, ai quali la copertura viene attribuita dunque *ex post*, cioè al determinarsi di una condizione patologica dell'emittente che non rende possibile per lo stesso onorare gli impegni assunti con i sottoscrittori.

Nel testo sopra riportato non è individuata una specifica tipologia di titoli interessati, dando, evidentemente, la possibilità agli Stati membri di stabilirla in base alle esigenze

---

[51] Per definizioni di cliente al dettaglio e cliente professionale si v. Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio, in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 145/1, del 30.4.2004; Parlamento e Consiglio europeo, Direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, pubblicata sulla G.U.U.E., L 173/349, del 12.5.2014.

[52] Relativamente alla funzione dei fondi di garanzia dei depositi nelle crisi bancarie, la Commissione ha ritenuto che "*il ricorso a tali fondi o a fondi simili per favorire la ristrutturazione degli enti creditizi può [..] costituire aiuto di Stato. Anche se i fondi in questione potrebbero provenire dal settore privato, essi possono costituire aiuti nella misura in cui sono soggetti al controllo dello Stato e la decisione relativa all'utilizzo dei fondi è imputabile allo Stato*" (punto 63). Come è stato evidenziato questa posizione della Commissione europea ha costituito un passaggio fondamentale nella gestione delle crisi bancaria la cui portata generale non è stata forse evidenziata a sufficienza, come sottolineato in C. BARBAGALLO, *Crisi e regolamentazione finanziaria: cambiamenti e prospettive*, intervento al convegno *Un decennio di regole finanziarie anticrisi, come la gestione delle banche italiane ha risposto alle domande dell'economia*, Università di Modena e Reggio Emilia, 2019, 6 ss., reperibile all'indirizzo: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2019/Barbagallo-01.03.2019.pdf. Al riguardo è forse opportuno ricordare, che questa disposizione ha costituito la base per considerare una violazione della normativa europea sugli aiuti di Stato l'intervento del fondo di tutela dei depositanti per rafforzare il patrimonio di Tercas.

dei singoli casi. Non essendo esplicitamente escluse, tra gli strumenti in questione potevano essere ricompresi anche le obbligazioni con i loro diversi gradi di rischiosità.

Con i propri interventi la Commissione aveva inoltre inteso facilitare la possibilità per gli Stati membri di intervenire in favore degli istituti di credito che avessero registrato problemi di liquidità al fine di ripristinare la fiducia tra le istituzioni finanziarie e il normale livello dei flussi di prestito interbancario, nonché per favorire l'afflusso di nuove ingenti somme di denaro nelle casse degli istituti attraverso i depositi della clientela. Il perseguimento di questi scopi giustificava anche "*la garanzia di determinati tipi di depositi all'ingrosso e perfino di strumenti di debito a breve e a medio termine, nella misura in cui tali passività non sono già adeguatamente tutelate da disposizioni esistenti relative agli investitori o in altro modo*"[53].

Il punto 23 della prima Comunicazione prevedeva che le garanzie derivanti dall'intervento pubblico non avrebbero dovuto, "*in linea di principio, comprendere debito subordinato (capitale di classe 2) o una copertura indiscriminata di tutte le passività, in quanto esse tenderebbero soltanto a salvaguardare gli interessi degli azionisti e di altri investitori in capitali di rischio"*. Parimenti si riconosceva, tuttavia, che la copertura con una garanzia di tali titoli avrebbe potuto consentire "*un'espansione del capitale e di conseguenza dell'attività di prestito*". Se ne potrebbe, pertanto dedurre, che ove fosse stato necessario, per queste finalità, l'intervento statale avrebbe potuto anche fornire una copertura a quei titoli, purché la misura non fosse prevista indiscriminatamente, ma valutata caso per caso; anche a prescindere da un esame teso ad accertare il grado di consapevolezza della rischiosità dell'investimento da parte del sottoscrittore.

[53] In una nota a piè di pagina per questo specifico punto si citano come esempi di titoli di passività già adeguatamente tutelate le "*obbligazioni garantite e titoli di debito e depositi con garanzia in titoli di Stato o in obbligazioni garantite*" (nota 3 punto 21).

2.5 La seconda Comunicazione e gli incentivi indiretti alla condivisione degli oneri.

Con la Comunicazione sulla capitalizzazione degli istituti di credito[54], i criteri generali dettati dalla Commissione con la sua prima Comunicazione trovarono maggiori specificazioni. Sebbene sulla questione specifica della condivisione degli oneri da parte degli investitori tale documento non abbia introdotto innovazioni, tale documento ha comunque avuto un ruolo indiretto nell'affermazione del principio del *burden sharing*.

La seconda Comunicazione provvedeva infatti a definire, con maggior dettaglio, il campo di applicazione e le condizioni degli interventi di ricapitalizzazione da attuarsi mediante il ricorso a risorse pubbliche. In questo caso, il supporto doveva essere finalizzato principalmente a prevenire le indebite distorsioni della concorrenza che avrebbero potuto determinarsi se si fosse avviata una "*gara di sovvenzioni fra Stati membri*". Ciò, avrebbe infatti potuto prendere il via nel caso in cui uno Stato membro concedesse un aiuto eccessivo e qualora, nella determinazione delle condizioni per la concessione degli aiuti, si prescindesse dalla valutazione del profilo di rischio del singolo beneficiario[55].

La remunerazione dei titoli sottoscritti dallo Stato per ricapitalizzare gli istituti doveva essere tanto più onerosa per la banca beneficiaria (in termini di prezzo e delle altre condizioni) quanto più l'investimento si fosse stimato rischioso e commisurata a quella che si sarebbe potuta ottenere sul mercato da titoli caratterizzati da un equivalente livello di rischio. La Commissione, in particolare, raccomandava che gli strumenti sottoscritti dallo Stato presentassero una elevata remunerazione nominale o la possibilità di aumentarla "*attraverso opzioni call o altre clausole di rimborso o meccanismi[..] [o] collegando il pagamento dei dividendi a una remunerazione obbligatoria dello Stato che*

[54] Sul ruolo della Commissione nella fase di ristrutturazione della banca cfr. L. SCIPIONE, *op. cit*, 161 ss; per un confronto tra le funzioni della Commissione e quelle dell'autorità di risoluzione nelle ristrutturazioni bancarie si rinvia in particolare a M. DEWATRIPONT, G. NGUYEN, P. PRAET, A. SAPIR, *The role of state aid control in improving bank resolution in Europe*, cit.

[55] Cfr. punto 8 della Comunicazione sulla ricapitalizzazione.

aumenti col tempo"; ciò evidentemente per incoraggiare la raccolta di capitale tra i privati[56].

Relativamente al concorso di azionisti e creditori dell'ente agli oneri della ricapitalizzazione, la seconda Comunicazione confermava sostanzialmente l'invito generico rivolto agli Stati membri, già espresso con la prima, di creare le condizioni per favorire la sottoscrizione del capitale da parte di soggetti privati. Nella prima Comunicazione si sosteneva infatti che l'obiettivo della realizzazione di un sistema di ricapitalizzazione "*sarebbe quello di fornire fondi pubblici, in modo da rafforzare direttamente la base di capitale delle istituzioni finanziarie o da facilitare il conferimento di capitale privato con altri mezzi, per impedire effetti sistemici di ricaduta negativa*". La Commissione si auspicava, per contenere al minimo il conferimento di capitale pubblico, che i beneficiari contribuissero "*il più possibile con i propri mezzi, compresa la partecipazione privata*"[57]. L'indeterminatezza in merito alla quantificazione del livello di partecipazione privata richiesta, che si ricava dall'esame delle disposizioni alle quali si è fatto finora riferimento, è sostanzialmente confermata anche nelle successive deliberazioni della Commissione. Così nella quarta Comunicazione si è ribadito l'auspicio che le banche finanziassero la ristrutturazione con risorse proprie – ottenute per esempio attraverso la vendita di attività – e che, comunque, l'operazione non potesse essere compiuta interamente a carico dello Stato, ma dovesse essere sostenuta anche da coloro che nella banca avessero investito, "*assorbendo le perdite con il capitale disponibile e erogando una remunerazione adeguata per gli interventi statali. La Commissione ritiene tuttavia che non siano appropriato fissare ex ante delle soglie per la condivisione degli oneri nel contesto dell'attuale crisi sistemica, tenuto conto dell'obiettivo dell'agevolazione dell'accesso al capitale privato e del ritorno a condizioni di mercato normali*"[58]. L'individuazione delle categorie di investitori sui quali far ricadere l'onere di partecipare ai costi di ristrutturazione dell'ente in difficoltà nonché la

[56] Cfr. punto 34 della Comunicazione relativa alle banche del 2008.

[57] Cfr. punto 32 della Comunicazione sulla ricapitalizzazione.

[58] Cfr. punto 24 della Comunicazione sulla ricapitalizzazione.

soglia di tale condivisione rimaneva evidentemente demandata, di volta in volta, alle autorità competenti.

2.6 Il riconoscimento dell'intervento pubblico quale strumento di stabilizzazione del mercato anche nelle procedure di liquidazione.

Nonostante l'intervento pubblico a sostegno degli istituti bancari avrebbe dovuto essere limitato a quegli enti che si trovavano in uno stato di momentanea carenza di liquidità, la normativa sugli aiuti di Stato non impediva che una tale soluzione potesse essere applicata anche per favorire la ristrutturazione delle banche che non risultavano fondamentalmente sane. In questi casi l'intervento era condizionato al rispetto di specifiche condizioni. Era infatti previsto che "*nonostante la necessità di garantire la stabilità finanziaria, l'utilizzo di capitale statale per tali banche può essere accettato soltanto a condizione che la banca venga posta in liquidazione o sottoposta ad una ristrutturazione ampia e profonda, che comprenda se del caso cambiamenti a livello di management e di corporate governance*"[59]. Naturalmente se l'esito finale della ristrutturazione avesse condotto alla liquidazione della banca, gli azionisti, gli altri detentori del capitale di rischio e delle passività dell'ente (compresi i depositanti non garantiti), avrebbero sopportato, ognuno per la propria parte le perdite derivanti dall'operazione.

Un sostegno statale non era escluso neanche per la liquidazione di una banca che non fosse stato possibile salvare. In tale ipotesi, il finanziamento pubblico, che si configura come "*un elemento di un sistema generale di garanzia, ad esempio quando uno Stato membro si impegna ad avviare la liquidazione delle istituzioni finanziarie per le quali è necessario attivare la garanzia*"[60], poteva essere giustificato dall'esigenza di evitare che la liquidazione non controllata della banca riversasse effetti negativi sugli altri istituti con i quali essa era finanziariamente interconnessa. Nel contesto della liquidazione, risultano inoltre attenuate le preoccupazioni in merito a possibili distorsioni della concorrenza, in questo caso, infatti, il soggetto beneficiario dell'aiuto è prossimo a uscire dal mercato.

[59] Cfr. punto 44 della Comunicazione sulla ricapitalizzazione.

[60] Cfr. punto 4 della Comunicazione relativa alle banche del 2008.

Sul versante degli *stakeholders* dell'ente, pur con tutte le necessarie cautele per evitare di alimentare il rischio morale e per garantire che l'importo del contributo sia il più esiguo possibile, "*occorre tener conto del fatto che la tutela della stabilità finanziaria nell'attuale momento di turbolenza finanziaria può implicare la necessità di rimborsare mediante misure di aiuto determinati creditori della banca liquidata*"[61]. L'individuazione dei creditori da tutelare non poteva che avvenire, ovviamente, a seguito di una valutazione delle singole situazioni sulle quali intervenire.

2.7 La fine della crisi e l'introduzione del burden sharing quale condizione necessaria all'intervento pubblico.

Con la quinta e la sesta Comunicazione si inizia a prospettare un cambiamento di rotta nei criteri adottati dalla Commissione per l'esame degli interventi pubblici a favore delle banche in crisi. L'avvio della ripresa economica, registrata all'inizio del 2010, fece ritenere alla Commissione che "*l'esistenza di un grave turbamento dell'economia di tutti gli Stati membri non è più inconfutabile come nelle fasi iniziali della crisi*"[62]. Nonostante ciò, il persistere di tensioni sui mercati del debito sovrano, la volatilità registrata nei mercati finanziari e il rischio di contagio connesso all'interconnessione e all'interdipendenza del settore finanziario europeo, indusse la Commissione a ritenere non ancora possibile smantellare la rete di protezione del sistema bancario costituito attraverso le predette Comunicazioni.

Le Comunicazioni del biennio 2008-2009 insistevano tutte sul carattere temporaneo delle azioni di sostegno, costituendo una risposta alla situazione di emergenza senza precedenti a cui era sottoposto il mercato finanziario e l'economia reale. Solo per le operazioni di ristrutturazione fu stabilito che gli aiuti dovessero cessare con le richieste notificate entro il 31 dicembre 2010, termine che fu spostato allo stesso giorno prima del 2011 e poi del 2012 rispettivamente con la quinta e la sesta Comunicazione. Questi ultimi documenti oltre a ribadire il carattere temporaneo alla particolare deroga nell'applicazione della

[61] Cfr. punto 48 della Comunicazione relativa alle banche del 2008.

[62] Cfr. punto 5 della Comunicazione di proroga del 2010.

normativa generale sugli aiuti di Stato, stabilirono procedure più rigide per la valutazione dei finanziamenti, richiedendo che l'autorizzazione alle operazioni di ristrutturazioni dovesse essere preceduta dalla presentazione di uno specifico piano, nonché da una più dettagliata individuazione dei titoli che avrebbero potuto essere sottoscritti con capitali pubblici. Sono orientamenti che possono essere interpretatati[63] come indicazioni alle banche di "*prepararsi a ritornare a normali condizioni di mercato senza sostegno da parte dello Stato a mano a mano che il settore finanziario emerge dalla crisi*"[64] e annunciano l'intenzione della Commissione di prendere "*iniziative volte a fissare norme permanenti in merito agli aiuti di Stato per il salvataggio e la ristrutturazione delle banche, concessi sulla base dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera c), del trattato, non appena le condizioni del mercato lo consentano*"[65].

Nel luglio del 2013 la Commissione ritenne che quelle condizioni fossero maturate e pubblicò una settima Comunicazione il cui contenuto non costituisce semplicemente un "ulteriore aggiornamento" delle indicazioni delle precedenti, ma introduce innovazioni di tale portata da poter ritenere che se non rappresentano una vera e propria rottura rispetto al passato certo ne segnano una discontinuità.

Con tale ultima Comunicazione si registrò infatti un cambio di passo motivato dall'evoluzione ritenuta favorevole del quadro economico, ma anche dalla riflessione critica sulle condizioni alle quali erano assoggettati gli aiuti negli orientamenti delle precedenti comunicazioni. Nella Comunicazione del 2013, si evidenziava, infatti, che, in precedenza, l'aiuto pubblico è stato sempre subordinato ad una condivisione degli oneri da parte delle banche interessate, senza tuttavia fissare "*ex ante delle soglie per i contributi propri o ulteriori condizioni*"[66] e consentendo agli Stati di non chiedere ai

---

[63] Cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *La disciplina del risanamento e della risoluzione delle banche. Aspetti critici*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, Anno V, 2, 2017, 4.

[64] Cfr. punto 16 della Comunicazione di proroga del 2010.

[65] Cfr. punto 4 della Comunicazione di proroga del 2011.

[66] Cfr. punto 16 della Comunicazione sul settore bancario.

"*creditori [...] di contribuire al salvataggio degli enti creditizi per ragioni di stabilità finanziaria*"[67].

Questa sostanziale indeterminatezza del contributo richiesto al privato aveva consentito alla Commissione di "*approvare tutte le misure adottate dagli Stati membri necessarie per tutelare la stabilità del sistema finanziario*"[68]. Ma quelle misure, non essendo state assunte sulla base di un criterio di ripartizione dei costi degli interventi applicato uniformemente in tutti gli Stati membri, avevano prodotto un mosaico di situazioni. A parte i casi in cui tutto l'onere dell'intervento era ricaduto sui bilanci pubblici, per il resto la partecipazione richiesta ai privati era stata differente tra gli Stati membri e tra le banche di uno stesso Paese. Il protrarsi di questa situazione rappresentava, secondo la Commissione, "*una minaccia per l'integrità del mercato unico e mette[va] in pericolo le condizioni di parità che il controllo degli aiuti di Stato mira a tutelare*"[69] (punto 18). Per evitare questo rischio si ritenne necessario che gli Stati dovessero assumere le decisioni relative agli interventi pubblici in modo da "*garantire che gli azionisti e i detentori di capitale subordinato [..] provvedano a fornire il necessario contributo oppure costituire il quadro giuridico necessario per ottenere tali contributi*"[70].

Non vengono dunque posti limiti quantitativi minimi generalizzati alla contribuzione dei privati, ma la concessione dell'aiuto di Stato è condizionato alla preventiva quantificazione dell'apporto privato, che deve essere fissato a un livello tale da ridurre al minimo l'entità del finanziamento pubblico[71]. La procedura, delineata anche per ridurre

---

[67] Cfr. punto 17 della Comunicazione sul settore bancario.

[68] Cfr. punto 22 della Comunicazione sul settore bancario.

[69] Cfr. punto 18 della Comunicazione sul settore bancario.

[70] Cfr. punto 19 della Comunicazione sul settore bancario.

[71] Questa impostazione sarebbe il risultato della constatazione che "*dopo quattro anni nei quali la Commissione Europea si è trovata a dover autorizzare aiuti di Stato alle banche che, limitatamente ai soli interventi sul capitale, hanno superato gli 800 miliardi di euro, si è inevitabilmente aperta una riflessione sugli effetti discorsivi dell'intervento pubblico, in particolare sul piano concorrenziale, che le misure adottate della Commissione per evitare il* crowding out *non si sono dimostrate in grado di contenere*

il fenomeno dell'azzardo morale da parte dei soggetti che possono essere agevolati dall'intervento pubblico, prevede, infatti, la presentazione di un piano di ristrutturazione dell'ente creditizio nel quale siano individuati: l'ammontare della carenza di capitali necessari alla ristrutturazione, le misure che si intendono intraprendere per colmarla e la quantificazione delle somme che si richiede vengano corrisposte mediante un finanziamento pubblico, che, si ribadisce, potrà essere concesso *"soltanto a condizioni tali da comportare un'adeguata condivisione degli oneri da parte degli investitori esistenti*"[72].

2.7.1 L'identificazione dei soggetti chiamati a sostenere gli oneri della crisi del proprio intermediario: azionisti, titolari di strumenti partecipativi e debitori subordinati.

Sebbene, come detto, la Commissione non fornisca indicazioni per la quantificazione del contributo richiesto ai privati, riservandosi così margini di flessibilità per la valutazione caso per caso[73], la Comunicazione individua le tipologie di investitori chiamati in causa nelle diverse operazioni per le quali si richiede l'aiuto pubblico.

Al fine di assicurare la fiducia degli investitori, ed in particolare di quelli *retail*, la Commissione aveva esplicitamente escluso che potessero essere chiamati alla condivisione degli oneri, attraverso una conversione in capitale o una riduzione di valore,

---

efficacemente. La Commissione si è quindi trovata nella necessità di cercare di realizzare un difficile equilibrio tra la salvaguardia della stabilità del sistema finanziario, che giustifica e permette l'aiuto di Stato ai sensi dell'art. 107, co. 3°, lett. b) TFUE, e l'intento di contenere gli effetti distorsivi derivanti dall'intervento pubblico", così V. CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, 2 s.

[72] Cfr. punto 40 della Comunicazione sul settore bancario.

[73] È stato osservato da C. HADJIEMMANUIL *Limits on State-funded bailouts in the EU Bank Resolution regime*, cit., 100, che "*Banking Comunication, for all its robust language and strong preference for burden-sharing through bail-in over state funding, is framed in terms sufficiently flexible for enabling the approval of almost every conceivable solution by way of 'exception'*"; una flessibilità tuttavia non utilizzata nel periodo tra l'approvazione della Comunicazione e l'entrata in vigore della BRRD, dato che "*What must be doubted, however, is the actual willingness of the Commission to soften its stance. At present, all indications suggest that, even in the face of a simmering crisis with potentially highly detrimental consequences, such as that affecting the Italian banking sector, the Commission remains unperturbed and unwilling to budge*".

i detentori di debito di primo rango costituiti "*in particolare da depositi assicurati e non assicurati, obbligazioni e tutti gli altri titoli di debito di primo rango(senior)*"[74]. La loro partecipazione al costo degli interventi avrebbe potuto eventualmente essere volontaria, sebbene siano rare le occasioni in cui una tale decisione possa risultare conveniente.

Gli orientamenti della Commissione prevedevano, nel caso in cui l'ente creditizio necessitasse una ricapitalizzazione, un diverso coinvolgimento degli investitori in base alla situazione patrimoniale della banca. Se l'istituto "*non soddisfa più i requisiti patrimoniali minimi obbligatori, il debito subordinato deve essere convertito o ridotto, in linea di principio prima della concessione degli aiuti di Stato. Gli aiuti di Stato non devono essere concessi prima che capitale proprio, capitale ibrido e debito subordinato siano stati impiegati appieno per compensare eventuali perdite*"[75].

Pur soddisfacendo i requisiti minimi obbligatori, il coefficiente patrimoniale dell'istituto può evidenziare una carenza di capitale rispetto a quello occorrente per una sua più efficace operatività. Sul versante della stabilità dell'ente, questa situazione è, evidentemente, meno grave della precedente, e la banca dovrebbe essere in grado da sola di reperire le risorse necessarie al suo funzionamento[76], attuando le misure che possono essere comprese nel piano di raccolta del capitale[77], elaborato dallo Stato membro e dalla

---

[74] Cfr. punto 42 della Comunicazione sul settore bancario.

[75] Cfr. punto 44 della Comunicazione sul settore bancario.

[76] Il punto 33 della Comunicazione sul settore bancario prevede al riguardo che "*Lo Stato membro dovrebbe fornire una metodologia dettagliata e i dati di partenza utilizzati per stabilire la carenza di capitale, convalidati dall'autorità di vigilanza competente. La metodologia deve essere presentata sulla base dei settori di attività*".

[77] Il capitale necessario può essere raccolto mediante: emissioni di diritti; conversione volontaria di strumenti di debito subordinato in capitale proprio (*equity*) sulla base di un incentivo commisurato al rischio; attività di gestione delle passività che, in linea di principio, dovrebbero essere al 100% in grado di generare capitale se non è possibile ovviare integralmente alla carenza di capitale e sono pertanto necessari aiuti di Stato; vendite di attivi e di portafogli che generino capitale; cartolarizzazione di portafogli al fine di generare capitale da attività non essenziali; mancata distribuzione degli utili; altre misure volte a ridurre il fabbisogno di capitale. Queste misure, da attuare entro sei mesi dalla presentazione del piano, dovrebbero

banca e approvato dall'autorità di vigilanza competente[78]. Nel caso specifico in cui l'ente necessiti di capitale per ripristinare i requisiti patrimoniali minimi obbligatori, i possessori di debito subordinato, potrebbero trovare non sconveniente una loro conversione volontaria in capitale della banca, se il premio per il rischio è ritenuto una compensazione sufficiente. Al riguardo occorre comunque considerare che tale conversione potrebbe essergli imposta nel caso in cui il ricorso alle azioni previste dal piano di raccolta del capitale non dovesse essere sufficiente e si rendesse necessario un apporto di capitale pubblico. La Comunicazione in questione stabilisce infatti che "*nei casi in cui la banca non soddisfa più i requisiti patrimoniali minimi obbligatori, il debito subordinato deve essere convertito o ridotto, in linea di principio prima della concessione degli aiuti di Stato. Gli aiuti di Stato non devono essere concessi prima che capitale proprio, capitale ibrido e debito subordinato siano stati impiegati appieno per compensare eventuali perdite*"[79]. Queste operazioni dovrebbero svolgersi assicurando una parità di trattamento dei creditori, per cui nessuno dovrebbe essere svantaggiato rispetto ad altri, e con l'applicazione di una sorta di *no creditor worse off*[80]a tutela dei diritti dei creditori subordinati, i quali non dovrebbero "*ricevere, in termini economici, meno di quanto sarebbe valso il loro strumento in caso di mancata concessione di aiuti di Stato*"[81].

---

essere in grado di generare capitale attraverso operazioni di carattere finanziario, di *governante* e organizzativo-commerciale.

[78] Cfr. punto 32 della Comunicazione sul settore bancario.

[79] Cfr. punto 44 della Comunicazione sul settore bancario.

[80] Per un esplicito accostamento al criterio del *no creditor worse off* della salvaguardia prevista dal punto 46 della settima Comunicazione cfr. S. MICOSSI, G. BRUZZONE e M. CASSELLA, *Bail-in Provisions in State Aid and Resolution Procedures: Are they consistent with systemic stability?*, cit., 9.

[81] Cfr. punto 46 della Comunicazione sul settore bancario.

In più punti, la Comunicazione prevede la possibilità di derogare alle misure di condivisione degli oneri nel caso in cui la loro attuazione avesse costituito un rischio per la stabilità finanziaria o determinato risultati sproporzionati[82].

L'applicazione dei criteri contenuti nella Comunicazione del 2013 comporta "*una definitiva stretta agli interventi statali in materia bancaria*"[83] e la loro subordinazione alla partecipazione privata al costo delle operazioni di salvataggio o rafforzamento patrimoniale delle banche. A partire da quella deliberazione della Commissione, gli apporti pubblici alle banche in crisi, sono dunque condizionati, in tutti gli stati dell'Unione europea, all'applicazione dei quello che, anche nel linguaggio corrente, è diventato il criterio del *burden sharing*.

---

[82] M. CLARICH, *Sostegno pubblico alle banche e aiuti di stato,* cit., 91, ritiene che ciò "*costituisce un elemento di flessibilità ed è anche sintomatica del fatto che all'interesse pubblico alla stabilità finanziaria continua a essere attribuito, almeno come affermazione di principio, un rilievo prioritario rispetto quello della tutela della concorrenza*".

[83] A. BLANDINI, *How to overcome crisis (and oneself) without getting overcome: la fiducia e il bail-in dal punto di vista del creditore*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, Anno V, 2, 2017, 6, reperibile all'indirizzo http://odc.seminabit.com/edizioni/2017/2/temi-e-dibattiti-dattualit%C3%A0/how-to-overcome-crisis-(and-oneself)-without-getting-overcome-la-fiducia-e-il-bail-in-dal-punto-di-vista-del-creditore/

PARTE II

I nuovi strumenti per prevenire e gestire le crisi bancarie

1. Cenni introduttivi sulla Direttiva 2014/59/UE in materia di risanamento e la risoluzione degli istituti creditizi in dissesto.

Le Comunicazioni della Commissione europea sulla gestione delle crisi bancarie, soprattutto la settima, hanno delineato un orientamento, per la valutazione degli aiuti di Stato alle banche in crisi, che ha costituito il principio di fondo[84] della Direttiva sul risanamento e la risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento[85] (BRRD[86]). La Direttiva è stata recepita nell'ordinamento italiano con i decreti legislativi n. 180 e 181 del 16 novembre 2015.

---

[84] Così, B. INZITARI, *Banca, crisi e responsabilità: Scritti scelti dal 1973 al 2016*, Torino, 2018, 380.

[85] Le entità alle quali si applica la Brrd sono quelle elencate al suo articolo 1, e cioè: a) enti stabiliti nell'Unione; b) enti finanziari stabiliti nell'Unione come filiazioni di un ente creditizio o di un'impresa di investimento o di una società di cui alle lettere c) o d), soggetti alla vigilanza dell'impresa madre su base consolidata in conformità degli articoli da 6 a 17 del regolamento (UE) n. 575/2013; c) società di partecipazione finanziaria, società di partecipazione finanziaria mista e società di partecipazione mista stabilite nell'Unione; d) società di partecipazione finanziaria madri in uno Stato membro, società di partecipazione finanziaria madri nell'Unione, società di partecipazione finanziaria mista madri in uno Stato membro, società di partecipazione finanziaria mista madri nell'Unione; e) succursali di enti stabiliti o ubicati al di fuori dell'Unione secondo le specifiche condizioni previste nella presente direttiva. Salvo indicazione contraria a tutti questi enti ci si riferirà indifferentemente con i termini, ente, banca o istituto di credito. Per una più precisa identificazione delle singole entità cfr. M. SCHILLIG, *Bank Resolution Regimes in Europe I – Recovery and Resolution Planning, Early Intervention*, 2012, 9 ss., disponibile all'indirizzo: https://ssrn.com/abstract=2136101.

[86] Per una disamina complessiva della BRRD, si rinvia, tra altri, a D. ROSSANO, *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, Milano, 2017; E. RULLI, *Contributo allo studio della disciplina and Resolution*, Kluwer Law International, 2015; in Aa. Vv., *Understanding Bank recovery and resolution in the EU: a guide Book to the Brrd*, World Bank, 2017; F. CAPRIGLIONE e A. TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi, Torino, 2014.*

La Direttiva disciplina un quadro articolato di interventi sulla crisi delle banche, in cui possono essere individuati tre corpi tematici, ognuno dei quali a sua volta presenta una propria complessità. Un primo corpo, composto dagli articoli dal 4 al 26, detta le disposizioni per la *pianificazione del risanamento e della risoluzione*, che consiste in sostanza nella programmazione, effettuata nella fase in cui l'ente svolge fisiologicamente le sue attività, degli interventi che si prevede di eseguire per far fronte ad una situazione di crisi della banca o, comunque, per prevenirla. Gli articoli che vanno dal 27 al 30, definiscono una serie di *misure di intervento precoce*, che le autorità possono attivare al manifestarsi dei primi segni di difficoltà, prima dunque che si palesi il dissesto dell'ente, mentre quelli numerati dal 31 all'86 approntano le procedure e gli strumenti con i quali provvedere alla *risoluzione* dell'ente già in dissesto oppure esposto al rischio di entrarvi. Con questa articolata struttura normativa di gestione delle crisi bancarie, il legislatore europeo si è proposto di delineare "*un regime che fornisca alle autorità un insieme credibile di strumenti per un intervento sufficientemente precoce e rapido in un ente in crisi o in dissesto, al fine di garantire la continuità delle funzioni finanziarie ed economiche essenziali dell'ente, riducendo al minimo l'impatto del dissesto sull'economia e sul sistema finanziario. Il regime dovrebbe assicurare che gli azionisti sostengano le perdite per primi e che i creditori le sostengano dopo gli azionisti, purché nessun creditore subisca perdite superiori a quelle che avrebbe subito se l'ente fosse stato liquidato con procedura ordinaria di insolvenza, in conformità del principio secondo cui nessun creditore può essere svantaggiato, come specificato nella presente direttiva. Nuovi poteri dovrebbero consentire alle autorità di mantenere, ad esempio, la continuità dell'accesso ai depositi e delle operazioni di pagamento, di vendere rami sani dell'ente, se del caso, e di ripartire le perdite in modo equo e prevedibile. Questi obiettivi dovrebbero contribuire a evitare la destabilizzazione dei mercati finanziari e a ridurre al minimo i costi per i contribuenti*"[87].

Sebbene gli obiettivi della BRRD siano sostanzialmente gli stessi delle Comunicazioni adottate dalla Commissione europea, gli strumenti e le regole per il loro perseguimento si arricchiscono e diventano molto più dettagliati, creando una discontinuità tanto forte

[87] Così Considerando 5 della Direttiva 2014/59/UE.

rispetto alla prassi precedente da far ritenere di essere di fronte a un cambiamento epocale[88]. La nuova normativa, che disciplina puntualmente l'applicazione del *burden sharing*, espone gli azionisti e i creditori delle banche in dissesto finanziario ad un incisivo sacrificio dei loro diritti patrimoniali e, i soli azionisti, anche di quelli amministrativi; nel contempo, ampliando il ventaglio degli strumenti a disposizione delle autorità, consente non solo di riportare ai livelli ordinari il capitale e l'equilibrio finanziario di una banca già in crisi, ma di realizzare con tempestività[89] interventi idonei a prevenire[90] il determinarsi di situazioni di gravi difficoltà.

---

[88] Così F. CAPRIGLIONE, *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato*, in *Riv. trim. dir. ec*., 2017, II, 102 ss.; V. LEMMA, *La nuova procedura di risoluzione: indicazioni per un'insolvenza obbligatoria?*, in *Riv. trim. dir. ec*., 2016, II, 31.

[89] Cfr. V. GIGLIO, *Come saranno affrontate le difficoltà delle banche nell'Unione Bancaria?*, in *Merc. Conc. Reg.*, 2, 2016, 373 ss.

[90] F. SARTORI, *Il sistema bancario nella prospettiva dei nuovi meccanismi di risanamento, in Riv. trim. dir. ec., 4, 2017 supplemento,* 4 s., ritiene che "*A ben considerare, lo scopo principale della BRRD è proprio quello di prevenire situazioni di crisi bancarie mediante: (i) la predisposizione di regole organizzative e la pianificazione di indicatori che consentano di intercettare tempestivamente la presenza di un significativo deterioramento della situazione patrimoniale e finanziaria; (ii) l'adozione di misure idonee a superare tali criticità*"; secondo C. THOLE, *Bank Crisis Management and Resolution – Core Features of the Bank Recovery and Resolution Directive*, 2014, confrontando la BRRD con le Comunicazioni "*we can observe a change of perspective. When further examining on going developments, a trend can be identified. There is a shift from ex post regulation to ex ante regulation*", consultabile all'indirizzo https://ssrn.com/abstract=2469807. In proposito si v. anche L. DONATO - Z. ROTONDI - A. SCOGNAMIGLIO, *La disciplina europea sulle crisi bancarie: dal modello normativo all'impatto per il sistema bancario italiano*, in *Banca Impresa Società*, 1, 2018, 86, i quali ritengono che la BRRD sia "*in primo luogo una normativa rivolta alla prevenzione, piuttosto che al triste compito di accompagnare le banche compromesse verso l'estinzione*".

2. La pianificazione preventiva degli interventi per prevenire e gestire la crisi degli istituti di credito.

Uno degli elementi che rendono innovativa la BRRD è la pianificazione della gradualità degli interventi che possono essere realizzati per evitare l'interruzione delle funzioni finanziarie ed economiche di una banca o per ripristinarle quando già compromesse da una situazione di difficoltà. La Direttiva disciplina due distinti strumenti di pianificazione: il piano di risanamento e il piano di risoluzione[91]. Questi due piani, accumunati dall'essere strumenti per la programmazione di misure attivabili per prevenire ed eventualmente gestire il dissesto degli enti interessati[92], si distinguono sia per le finalità[93], sia per le competenze in merito alla loro formulazione sia per quelle relative

---

[91] Nonostante tali strumenti siano disciplinati dagli artt. da 5 a 14 della Direttiva, una integrazione della BRRD ha precisato il contenuto ed altri aspetti procedurali dei piani. Al riguardo, si v. COMMISSIONE EUROPEA, *Regolamento delegato 2016/1075 del 23 marzo 2016 che integra la direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che precisano il contenuto dei piani di risanamento, dei piani di risoluzione e dei piani di risoluzione di gruppo, i criteri minimi che l'autorità competente deve valutare per quanto riguarda i piani di risanamento e i piani di risanamento di gruppo, le condizioni per il sostegno finanziario di gruppo, i requisiti per i periti indipendenti, il riconoscimento contrattuale dei poteri di svalutazione e di conversione, le procedure e il contenuto delle disposizioni in materia di notifica e dell'avviso di sospensione e il funzionamento operativo dei collegi di risoluzione*, in G.U.U.E., L 184/1 del 8.7.2016.

[92] Cfr. V. GIGLIO, *op. cit.*, 376 ss.

[93] Per un approfondimento relativo al confronto tra caratteristiche e finalità sui due piani si veda L. SCIPIONE, *La pianificazione del risanamento e della risoluzione*, in M.P. Chiti e V. Santoro (a cura di), *L'unione bancaria europea*, Ospedaletto, 2016, 415 ss. Elementi comuni dei due piani possono essere individuati nell'obbligo di aggiornamento del piano almeno ogni anno, oppure tutte le volte che di verificano cambiamenti della struttura giuridica o organizzativa, dell'attività o della situazione finanziaria che possano influire in misura sostanziale sul piano stesso e rendono necessaria una sua modifica (art. 5, par 2, per il piano di risanamento e art. 10, par. 6, per il piano di risoluzione). Entrambi i piani possono essere anche redatti in forma semplificata, come previsto dall'art. 4 della BRRD. I criteri per la definizione dei piani per le banche meno significative sono stati definiti dall'ABE *Orientamenti sull'applicazione di obblighi semplificati di cui all'articolo 4, paragrafo 5, della direttiva 2014/59/UE*, ABE/GL/2015/1616.10.2015, reperibile all'indirizzo

all'attivazione degli interventi in essi previsti, che sono diversamente distribuite tra i soggetti e le autorità interessate[94].

2.1. Brevi cenni in merito al piano di risanamento.

Il piano di risanamento, formulato dall'organo amministrativo della banca – (per i gruppi bancari deve essere predisposto in forma consolidata dalla capogruppo per tutte le società del gruppo: art. 7 e 8; per gli enti non significativi può essere predisposto in forma semplificata[95]) – facendo riferimento alle indicazioni fornite dall'Autorità Bancaria Europea (di seguito anche solo ABE)[96] e fornendo le informazioni elencate dalla

---

https://eba.europa.eu/documents/10180/1232502/EBA-GL-2015-16+GLs+on+simplified+obligations-IT.pdf/44920902-6036-432c-9d8e-aac491f308fa.

[94] Sul punto, cfr. O. CAPOLINO, *Risanamento e risoluzione delle banche: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità*, in *«Regole e Mercato»*, Torino, 2016, 632 ss.

[95] D. VARANI e F. IELPO, *I piani di risanamento semplificati: indicazioni operative*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/crisi-bancarie/i-piani-di-risanamento-semplificati-indicazioni-operative; D. VARANI e C. RECCHIA, *Obblighi di redazione di piani di risanamento ordinari e semplificati*, PILLS, 2, 2017, http://aclaw.eu/wp-content/uploads/2017/03/Pill-22017-Obblighi-di-redazione-di-piani-di-risanamento-ordinari-e-semplificati.pdf

[96] Cfr. L'AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti sull'elenco minimo degli indicatori qualitativi e quantitativi dei piani di risanamento*, EBA/GL/2015/02, 23.07.2015, disponibile all'indirizzo https://eba.europa.eu/documents/10180/1147256/EBA-GL-2015-02_IT_Guidelines+on+recovery+plans+indicators.pdf/b896618d-e6c7-4a8e-b5dc-8402ca05fa0c. L'ABE suggerisce che le banche nei piani di risanamento riportino obbligatoriamente gli indicatori relativi al capitale, alla liquidità, alla redditività e alla qualità delle attività; a queste categorie dovrebbero essere aggiunti indicatori basati sul mercato e indicatori macroeconomici, a meno che esse non possano giustificare con le autorità competenti la loro irrilevanza in ragione della struttura giuridica, del profilodi rischio, delle dimensioni, della complessità del singolo ente (pp. 4-5); in sostanza l'ABE rende possibile l'elaborazione di piani di risanamento con diversi livelli di complessità. Per una valutazione sui piani di risanamento presentati dalle banche vi veda AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Recovery planning. Comparative report on recovery options*, 1 March 2017; ID., *Recovery planning. Comparative report on governance arrangements and recovery indicators*, 5 luglio 2016. Sui requisiti tecnici si veda anche *EBA final draft Regulatory Technical Standards on the content of recovery plans under Article 5(10) of Directive*

normativa, nella Sezione A dell'allegato alla BRRD, è sottoposto al vaglio dell'autorità di vigilanza, che ne verifica la completezza e l'adeguatezza rispetto ai criteri normativi previsti. Successivamente, il piano è, poi, trasmesso all'autorità di risoluzione, che può chiederne la modifica ove rilevi carenze che potrebbero avere un impatto negativo sulla possibilità di ripristinare la situazione finanziaria dell'ente[97]. L'insieme delle azioni di sostegno all'ente sul versante patrimoniale, finanziario o organizzativo pianificate per prevenire il deterioramento del suo stato finanziario o funzionale, devono fare affidamento sulle sue capacità di intervento senza presupporre "*l'accesso a un sostegno finanziario pubblico straordinario né il suo ottenimento*"[98]. Il piano di risanamento è elaborato in una situazione in cui l'ente non solo non è in dissesto, né rischia di esserlo, ma non manifesta neanche carenze che possano far ritenere che abbia bisogno di misure di rafforzamento. Di fatto si tratta di un piano di reazione o, si potrebbe dire, più appropriatamente, di resilienza della banca, nel quale sono indicate le misure e i mezzi ai quali l'ente prevede di ricorre per il "*ripristino della sua situazione finanziaria dopo un*

2014/59/EU establishing a framework for the recovery and resolution of credit institutions and investment firms, EBA/RTS/2014/11, 18 luglio 2014.

[97] Le autorità competenti devono valutare il piano di risanamento, nei sei mesi successivi alla sua presentazione, per verificarne la rispondenza ai requisiti richiesti e per verificare la ragionevole probabilità che la sua attuazione preservi o ripristini la sostenibilità economica e la situazione finanziaria dell'ente o del gruppo, e che possa affrontare con tempestività ed efficacia situazioni di stress finanziario e nel caso di entità significative per gli effetti negativi che il loro dissesto potrebbe produrre sul sistema finanziario, anche in scenari che indurrebbero altri enti a mettere in atto piani di risanamento nello stesso periodo (art. 6 par. 2). La valutazione del piano di risanamento può far ritenere all'autorità competente che esso presenti delle carenze o che la sua attuazione potrebbe incontrare degli impedimenti, con la conseguenza di richiesta all'ente delle necessarie modifiche entro due mesi. Per una valutazione dei poteri attribuiti all'autorità competente in materia di piani di risanamento cfr. G. SANTONI, *La risoluzione bancaria. L'apertura*, in *Dir. banc. merc. fin.,* Vol. 32**,** 4, 2018, 674.

[98] Cfr. art. 5, par. 3, della Direttiva 2014/59/UE. Sulla rilevanza del piano di risanamento, tra altri, cfr. M. PELLEGRINI, *Piani di risanamento e misure di early intervention*, in *federalismi.it*, 2, 2018, https://www.sipotra.it/old/wp-content/uploads/2018/01/Piani-di-risanamento-e-misure-di-early-intervention.pdf; F. SARTORI, *Il sistema bancario nella prospettiva dei nuovi meccanismi di risanamento,* cit., 4 ss; V. SANTORO, *Prevenzione e "risoluzione" della crisi delle banche,* cit., 4 ss., consultabile all'indirizzo http://www.regolazionedeimercati.it/sites/default/files/Santoro%20SRM.pdf.

deterioramento significativo della stessa", come quello che potrebbe essere ipotizzato in scenari di grave *stress*[99] economico e finanziario[100]. L'attuazione delle misure elencate nel piano può essere imposta dalle autorità di vigilanza, ma può essere decisa anche in piena autonomia dagli organi amministrativi e dall'alta dirigenza della banca[101], al manifestarsi dei primi significativi segni di peggioramento della situazione. I contenuti del piano non possano essere resi pubblici, sia per non fornire informazioni agli enti concorrenti, sia per evitare di allarmare la propria clientela e i propri investitori.

2.2. Il piano di risoluzione (cenni).

Maggiore è la riservatezza che deve connotare il piano di risoluzione. In questo caso la determinazioni degli interventi è effettuata direttamente dall'autorità di risoluzione, il piano – che può essere elaborato a livello di gruppo e in questo caso deve ipotizzare sia le azioni da intraprendere qualora si proceda alla risoluzione a livello dell'impresa madre

---

[99] Sul rapporto tra piano di risanamento e prove di stress cfr. F. IELPO e D. VARANI, *I piani di risanamento: finalità e contenuti*, in *Diritto bancario*, luglio 2016, 3 ss., reperibile all'indirizzo internet: http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/ielpo_f._e_varani_d._i_piani_di_risanamento_finalita_e_contenuti_2016.pdf.

[100] La predisposizione del piano di risanamento, con l'indicazione delle misure per intervenire tempestivamente al manifestarsi di situazioni di instabilità di un ente, rientra nell'esercizio dell'approccio prudenziale che si richiede alle autorità di vigilanza di esercitare. Cfr. COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, *Principi fondamentali per un'efficace vigilanza bancaria*, Banca dei Regolamenti Internazionali, Settembre 2012, 31, il cui *Principio 8 – Approccio prudenziale*, ove si stabilisce che "*Un sistema di vigilanza bancaria efficace richiede che l'autorità di vigilanza: elabori e mantenga nel tempo una valutazione prospettica del profilo di rischio delle singole banche e dei gruppi bancari, commisurata alla loro rilevanza sistemica; individui, valuti e affronti i rischi derivanti dalle banche e dal sistema bancario nel suo complesso; disponga di un sistema di intervento precoce; disponga di piani di intervento, condivisi con le altre autorità competenti, per l'ordinata risoluzione delle crisi nel caso in cui una banca si renda insolvente*".

[101] Sulla responsabilità del *management* cfr. E. RULLI, *Contributo allo studio della disciplina della risoluzione bancaria. L'armonizzazione europea del diritto delle crisi bancarie*, Torino, 2017, 19. Sul punto si veda anche V. Troiano e A. SACCO GINEVRI, *The "preparation" function in the new banking legislative framework*, in *Open Review of Management*, *Banking and Finance*, 2016.

nell'Unione[102] sia lo scorporo e la risoluzione delle filiazioni, o di un singolo ente non facente parte di un gruppo – deve essere redatto sulla base delle indicazioni fornite dall'ABE[103] e contenere le informazioni elencate nella sezione B dell'allegato alla BRRD, che le autorità di risoluzione possono chiedere agli enti.

Prevedendo che all'ente interessato sia fornita una sintesi degli elementi fondamentali del piano di risoluzione[104], il legislatore europeo ha ritenuto evidentemente utile, probabilmente anche ai fini del contenimento del rischio morale, che gli organi amministrativi della banca fossero consapevoli degli interventi che si sarebbero resi necessari qualora, al peggioramento della situazione, la barriera costituita dall'attuazione delle misure previste dal piano di risanamento, non fosse risultata efficace. La sua connotazione come strumento di prevenzione può essere individuata nella sua funzione di "*evitare di dover 'scoprire' le specificità della banca in dissesto o a rischio di dissesto il giorno in cui si materializza la crisi (allungando così i tempi di reazione): grazie al piano di risoluzione, che l'autorità prepara chiedendo informazioni che la banca è obbligata a fornire, in caso di crisi essa può intervenire in tempi brevi e con un'asimmetria informativa ridotta*"[105]. All'occorrenza, tuttavia, l'intervento sulla banca

---

[102] E. AVGOULEAS, C. GOODHART E D. SCHOENMAKER, *Bank Resolution Plans as a catalyst for global financial reform*, in J*ournal of Financial Stability*, vol. 9(2), 2013, 210 ss., reputano che i piani di risoluzione siano particolarmente utili per la risoluzione degli enti di rilevanza sistemica.

[103] AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Final Draft Regulatory Technical Standards on the content of resolution plans and the assessment of resolvability*, EBA/RTS/2014/15 19 December 2014; *Final Report Draft implementing technical standards On procedures, forms and templates for the provision of information for resolution plans under Article 11(3) of Directive 2014/59/EU of the European Parliament and the Council*, EBA/ITS/2015/067, July 2015

[104] L'art. 10, par. 1, ultimo periodo, della Direttiva 2014/59/UE stabilisce che "*All'ente interessato sono comunicate le informazioni di cui al paragrafo 7, lettera a)*"; quest'ultima norma prevede, a sua volta, che il piano di risoluzione debba contenere "*una sintesi degli elementi fondamentali del piano*".

[105] L. STANGHELLINI, *La gestione delle crisi bancarie. La tradizione italiana e le nuove regole europee*, in *Ricerche giuridiche,* Vol. 4, n. 2, 2015, 330. Sul piano come strumento di preparazione per affrontare le future ed eventuali situazioni di crisi della banca, si veda anche G. MERC, *Resolution plans*, in Aa. Vv.,

in crisi non consisterà, probabilmente, nella meccanica attuazione, senza alcuna modifica, delle azioni preventivate, considerato che la situazione effettiva dell'ente al momento dell'applicazione del piano potrebbe essere anche molto differente da quella ipotizzata al momento della sua redazione[106]. Ma la pianificazione dei poteri e degli strumenti da utilizzare[107], con l'acquisizione delle informazioni necessarie alla redazione del piano, consente all'autorità di risoluzione di evitare l'assunzione di decisioni improvvisate nella gestione della crisi. Nella sua completezza il piano deve, infatti, tra le altre cose: descrivere la strategia della risoluzione che l'autorità prevede di attuare con l'indicazione degli strumenti e dei poteri dei quali intende avvalersi; contenere una descrizione particolareggiata della valutazione della possibilità di porre in essere gli strumenti della risoluzione[108], considerando i possibili effetti di contagio, l'esistenza di eventuali ostacoli e il rispetto del principio di proporzionalità. Di particolare rilievo, per il versante che qui interessa, è la previsione che il piano debba individuare le modalità di finanziamento della risoluzione. Con riguardo a quest'ultimo aspetto, il legislatore ha previsto che il piano di risoluzione precisi le modalità di finanziamento delle operazioni di risanamento dell'ente, senza considerare alcun sostegno finanziario pubblico straordinario, oltre all'impiego dei meccanismi di finanziamento a disposizione della stessa autorità di risoluzione, all'assistenza di liquidità di emergenza fornita da una banca centrale e all'assistenza di liquidità da parte della banca centrale con la costituzione delle garanzie a condizioni non di mercato. Nel piano devono essere altresì indicati, tra l'altro, il requisito minimo di

---

Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD, World Bank, 2017, 73 ss.

[106] Sul punto cfr. V. DE SERIÈRE, *Recovery and Resolution Plans of Banks in the Context of the BRRD and the SRM: Some Fundamental Issues*, in G. Ferrarini, D. Busch (a cura di), *European Banking Union*, Oxford, 2015, 336 ss.; sulla non coincidenza tra il piano di risoluzione e il programma di risoluzione si v. J. ARMOUR, *Making Bank Resolutione Credible*, cit., 10.

[107] Sul piano come pianificazione di poteri e strumenti cfr. N. KLEFTOUR, *European Union Bank Resolution Framework: can the objective of financial stability ensure consistency in resolution authorities' decisions?*, in *ERA Forum*, Vol 18, 2, 2017, 263 ss.

[108] Per un approfondimento G. MERC, *Resolvability assessment*, in *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, World Bank, 2017, 79 ss.

fondi propri e passività ammissibili (comprensivo degli strumenti di *bail-in* contrattuale, se presenti), nonché l'eventuale termine entro cui si prevede di raggiungere i livelli indicati, qualora l'ente non ne sia già in possesso. Salvo gli aggiustamenti che dovessero risultare necessari per tenere conto dell'eventuale mutato contesto, rispetto a quello ipotizzato nell'esercizio di previsione, è con la redazione del piano di risoluzione che si definisce anche il quadro dei debiti da sacrificare e la misura in cui le diverse categorie di creditori dovranno sopportare il costo della risoluzione. In sostanza, l'elaborazione del piano di risoluzione permette all'autorità di risoluzione di determinare il *minimum requirement for eligible liabilities* (MREL), su cui si tornerà in seguito, con cui assicurare che, all'occorrenza la banca disponga di un ammontare adeguato di passività per far fronte alle perdite e provvedere alla sua ricapitalizzazione.

3. Le misure di intervento precoce.

In considerazione della loro funzione di programmazione delle azioni da intraprendere nelle diverse situazioni finanziarie della banca, i due piani, ai quali si è fatto finora riferimento non possono essere considerati semplici "*esercizi burocratici o, peggio, formali*"[109], bensì guide operative, contenenti le indicazioni delle iniziative e dei comportamenti da assumere nelle ipotesi in cui si determini un deterioramento della situazione patrimoniale o funzionale di un ente creditizio.

L'ultimo periodo del secondo comma, dell'articolo 31 della BRRD, richiede all'autorità di risoluzione di cercare "*di ridurre al minimo i costi della risoluzione e di evitare la distruzione del valore, a meno che essa non sia necessaria al fine di conseguire gli obiettivi della risoluzione*". La riduzione dei costi e la preservazione del valore è un principio al quale l'azione dell'autorità di risoluzione deve ispirarsi non solo nell'applicazione degli strumenti della risoluzione ma anche con riguardo a quelli necessari a prevenire che la situazione finanziaria e patrimoniale dell'ente si aggravi. In

[109] S. DE POLIS, *Unione Bancaria e gestione delle crisi: un modello di Banca in trasformazione. Italia e UE a confronto*, Intervento all'AssiomForex, XII Pan, European Banking Meeting, 11, reperibile all'indirizzo https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2014/depolis_03102014.pdf.

ossequio al principio di proporzionalità - in base a quale "*il contenuto e la forma dell'azione dell'Unione si limitano a quanto necessario per il conseguimento degli obiettivi dei trattati*" (c. 4, art. 5 Trattato sull'unione europea) -, al quale si conforma anche la nuova normativa europea sul risanamento e la risoluzione degli enti creditizi, il legislatore ha definito anche una gamma di azioni e di misure con cui i soggetti, di volta in volta, competenti possono tempestivamente intervenire per tentare di scongiurare la risoluzione degli istituti in difficoltà. A tal fine, è stato ampliato il novero delle misure, oltre quelle già previste dalla direttiva 2013/36/UE[110], che le autorità possono porre in essere per fronteggiare già i primi sintomi di difficoltà della banca senza dover attendere l'effettiva crisi dell'ente (c.d. di intervento precoce[111]).

---

[110] Al riguardo si veda il considerando 40 della BRRD: "*I poteri di intervento precoce dovrebbero comprendere quelli già previsti nella direttiva 2013/36/UE, per circostanze diverse da quelle considerate intervento precoce, nonché altre situazioni ritenute necessarie per ripristinare la solidità finanziaria di un ente". Il c. 1 art. 27 della BRRD, stabilisce che le misure precoci in esso elencate devono intendersi "fatte salve le misure di cui all'articolo 104 della direttiva 2013/36/UE*". Sull'estensione, in materia di misure precoci, del potere dell'autorità competente, rispetto a quello di cui già dispone ai sensi della normativa sulla vigilanza prudenziale, cfr. M. SCHILLIG, *Bank Resolution Regimes in Europe I – Recovery and Resolution Planning, Early Intervention*, 2012, 30 ss. Disponibile all'indirizzo https://ssrn.com/abstract=2136101.32. La direttiva citata è pubblicata sulla G.U.U.E., L 176/338 del 27.6.2013.

[111] Sull'importanza delle misure di intervento precoce cfr. COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, *Guidelines for identifying and dealing with weak banks*, Banca dei Regolamenti Internazionali, July 2015, ove si sottolinea che "*When dealing with weak banks, early intervention is critical to prevent an escalation of the problem. In many cases, the bank's board and management, as well as supervisors, have tended to postpone taking timely and adequate corrective action. The basic reason for inaction is the hope on the part of these parties that the problems will rectify themselves. In addition, politicians or lobby groups may impose explicit or implicit pressures on the supervisor to postpone action. But international experience has shown that bank problems can worsen rapidly if not promptly addressed. It is therefore important to establish incentives that encourage supervisory authorities to take early and decisive action in response to problems*" (p. 1), e che pertanto "*Supervisors should act promptly and intervene at an early stage. Experience from many countries shows that regulatory and supervisory forbearance exacerbates the problems of a weak bank, allowing them to grow rapidly and become more widespread and systemic. It thus makes eventual resolution efforts more difficult and costly (but there may in some circumstances still be a limited role for discretion in the decision to trigger early intervention, even in a world of early*

I requisiti necessari per l'applicazione delle misure precoci, la tipologia di interventi realizzabili nonché le condizioni al ricorrere delle quali è possibile farvi ricorso sono definiti all'articolo 27 della BRRD. Requisito per la loro applicazione è che l'ente bancario violi (o rischi di violare, nel prossimo futuro): i requisiti previsti dalla normativa europea in materia di accesso all'attività e di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi, stabiliti dalla già citata direttiva 2013/36/UE; le condizioni per l'autorizzazione e l'esercizio delle attività applicabili alle imprese di investimento, di cui al titolo II della Direttiva 2014/65/UE[112], relativa ai mercati degli strumenti finanziari; le disposizioni del Regolamento (UE) n.600/2014[113], sui mercati degli strumenti finanziari; i requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento del Regolamento (UE) n. 575/2013[114]. Il riferimento esplicito alla normativa la cui violazione, o il rischio di violazione, fa scattare la possibilità di ricorrere agli interventi di prevenzione costituisce un fattore che "*increase legal certainty for both supervised entities and authorities*"[115],

---

intervention" (p. 6). Si veda anche AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Final report. Guidelines on triggers for use of early intervention measures pursuant to Article 27(4) of Directive 2014/59/EU*, EBA/GL/2015/03, 8 May 2015, 4: "*Early intervention constitutes a key component of supervisory action and is defined by the Basel Committee on Banking Supervision 'Core Principles for Effective Banking Supervision' in the following way: 'adopting a forward-looking approach to supervision through early intervention can prevent an identified weakness from developing into a threat to safety and soundness. This is particularly true for highly complex and bank-specific issues (e.g. liquidity risk) where effective supervisory actions must be tailored to a bank's individual circumstances*'", reperibile all'indirizzo: https://eba.europa.eu/documents/10180/1067473/EBA-GL-2015-03+Guidelines+on+Early+Intervention+Triggers.pdf.

[112] Direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la Direttiva 2002/92/CE e la Direttiva 2011/61/UE.

[113] Regolamento (UE) n. 600/2014 del 15 maggio 2014 sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il Regolamento (UE) n. 648/2012.

[114] Regolamento (UE) n. 575/2013 del 26 giugno 2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il Regolamento (UE) n. 648/2012.

[115] D. FREUDENTHALER, *Early intervention measures (Eim)*, in Aa. Vv., *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, in World Bank, 2017, 65.

ma non sembra limitare la discrezionalità dell'autorità competente nell'assunzione della decisione sull'applicazione di una misura precoce. In sostanza, il maturare delle condizioni previste consente all'autorità competente di applicare una o più misure precoci, ma non sussiste alcun obbligo a ricorrervi. Il primo comma dell'art. 27 della BRRD, stabilisce, infatti, che "*gli Stati membri provvedano a che le autorità competenti dispongano*" dell'elenco, peraltro non esaustivo, di misure precoci riportato nella stessa norma, rimettendo alle medesime autorità la valutazione in merito alla loro attuazione. Si potrebbe dire, in sostanza, che il legislatore europeo ha voluto assicurarsi che le autorità competenti dei singoli Stati membri siano in possesso degli strumenti necessari per intervenire nelle situazioni di crisi, lasciando loro piena discrezionalità sia con riguardo alle modalità di esercizio di tali strumenti, sia in merito all'esercizio stesso del potere di intervento. Come si è premurato di specificare il legislatore europeo, il ricorso a queste misure non è affatto obbligatorio né l'assoggettamento dell'ente ad uno degli strumenti della risoluzione è condizionato alla constatazione dell'insuccesso degli interventi precoci[116]. La discrezionalità in questione potrebbe assumere rilievo soprattutto nei casi in cui essa non venga esercitata e, successivamente, si proceda alla risoluzione o liquidazione dell'ente. In questo caso, infatti, poiché i diritti degli azionisti e dei creditori sarebbero intaccati in misura presumibilmente maggiore, non è possibile stabilire se il mancato utilizzo delle misure precoci, avrebbe potuto contenere le perdite da essi accusate. L'autorità competente non incorre in una specifica responsabilità per la mancata attivazione delle misure precoci al maturare delle condizioni che la rendono possibile. Al fine di garantire una maggiore trasparenza dell'attività di risoluzione, potrebbe risultare opportuno che, al ricorrere dei presupposti normativi, l'autorità competente argomenti la propria decisione di non ricorrere alle misure di intervento precoce.

[116] Il Considerando 53 prevede che "*È opportuno permettere a tali autorità, in funzione delle circostanze in cui si verifica il dissesto dell'ente e, in particolare, dell'eventuale urgenza, di intraprendere un'azione di risoluzione senza dover prima esercitare i poteri di intervento precoce*".

3.1. Il potere di rimozione degli organi amministratori e le conseguenze per i soci.

L'autorità di risoluzione può ordinare alla banca l'attuazione delle misure ritenute necessarie e, eventualmente, imporre sanzioni, in caso di disattenzione[117]. Il quadro delle misure definito dal legislatore europeo gradua gli interventi con riferimento tanto al livello di difficoltà registrato dall'ente interessato quanto all'incidenza sull'autonomia imprenditoriale e sulla libertà di esercizio dei diritti dei proprietari dell'impresa e degli altri soggetti che in essa avessero investito[118]. L'attuazione delle misure previste dal primo comma dell'articolo 27 della Direttiva è demandata dall'autorità competente all'organo di amministrazione dell'ente, che continua ad esercitare le sue funzioni. Ma tra i poteri di intervento precoce previsti dalla Direttiva vi sono anche quelli di rimozione dell'alta dirigenza e dell'organo di amministrazione dell'ente o di singole persone che ne facciano parte (art. 28) e di nomina di uno o più amministratori temporanei (art. 29). Trattandosi di provvedimenti di crescente invasività rispetto alle prerogative e all'autonomia dell'ente, la loro assunzione deve essere giustificata da un progressivo aggravamento della situazione dell'ente.

All'articolo 28 si può ricorrere infatti solo a seguito di un "*significativo deterioramento della situazione finanziaria di un ente oppure vi siano gravi violazioni di disposizioni legislative, regolamentari o dello statuto dell'ente o gravi irregolarità amministrative*" e dell'inefficacia delle misure dell'art. 27 "*ad invertire tale processo*". La ragione di una misura così limitante "*è nella constatazione che vi è storicamente una stretta correlazione fra cattiva governance e crisi dell'intermediario bancario*"[119], e che, di conseguenza, un

---

[117] Cfr. V. GIGLIO, *op. cit.*, 378.

[118] Cfr. G. PSAROUDAKIS, *Proportionality in the BRRD: Planning, Resolvability, Earl Intervention*, in *Essays on Transnational Economic Law*, 2018, 14 ss. Reperibile all'indirizzo: http://telc.jura.uni-halle.de/sites/default/files/BeitraegeTWR/Heft%20159.pdf

[119] L. STANGHELLINI, La *disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., 162: "*La rimozione degli esponenti aziendali costituisce dunque uno strumento importante proprio per il suo carattere oggettivo, per il fatto di colpire quella che appare una assenza sopravvenuta di requisiti dell'esponente rimosso, per finalità di sana e prudente gestione e di prevenzione della crisi*".

superamento delle difficoltà passi necessariamente per l'insediamento di nuovi amministratori.

Sebbene l'ente non possa che ottemperare alla richiesta di rimozione formulata dall'autorità competente, i suoi organi di governo non sono totalmente esautorati. La nomina dei nuovi dirigenti e/o amministratori deve, infatti, essere fatta "*conformemente al diritto nazionale e dell'Unione*", quindi, dagli azionisti[120] e dall'organo di governo dell'ente, seppure con il consenso dell'autorità competente.

L'autorità di risoluzione può procedere alla nomina di uno o più amministratori temporanei, prevista dall'art. 29, solo a seguito della constatazione dell'inefficacia dell'azione svolta dalla nuova alta dirigenza o dal nuovo organo di amministrazione dell'ente nominati *ex* art. 28.

Malgrado siano espropriati del relativo potere, la nomina degli amministratori temporanei, "*lascia impregiudicati i diritti degli azionisti a norma del diritto societario nazionale o dell'Unione*" (c. 8 art. 29). La diversa pozione nei confronti degli azionisti distingue la figura dell'amministratore temporaneo da quella del commissario speciale (art. 35 BRRD), il quale "*assume tutti i poteri degli azionisti e dell'organo di amministrazione dell'ente*"[121], sebbene debba esercitarli esclusivamente sotto il controllo dell'autorità di risoluzione. La diversa portata dei poteri sostitutivi attribuiti ai commissari speciali rispetto agli amministratori temporanei trova la sua giustificazione nella differente situazione di difficoltà in cui versa la banca ai medesimi affidata[122]. Mentre la

---

[120]Al riguardo il Considerando 39 della BRRD recita: "*Durante le fasi di risanamento e di intervento precoce stabilite nella presente direttiva, è opportuno che gli azionisti mantengano pienamente la responsabilità e il controllo dell'ente, salvo quando l'autorità competente abbia nominato un amministratore temporaneo. Quando l'ente sarà sottoposto a risoluzione, essi saranno sollevati da tali responsabilità*".

[121] Cfr. art. 35, par. 2, della BRRD.

[122] Sulla differenza circa i poteri attribuiti alle due figure, cfr. L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., 163, secondo il quale non si deve "*confondere la figura del temporary administrator, che non ha poteri autoritativi e che sostanzialmente opera all'interno del quadro normativo che regola l'intermediario (non potendo, ad esempio, derogare al diritto societario applicabile),*

nomina dell'amministratore temporaneo costituisce un ulteriore tentativo di evitare la risoluzione di un ente che versa in uno stato di grave difficoltà finanziaria e/o patrimoniale, il compito dell'amministratore speciale è di procedere alla risoluzione di un ente già in dissesto (o a rischio di dissesto).

---

*con quella dello special manager introdotta nell'ultima versione della BRRD. Quest'ultimo è il soggetto che può essere incaricato dall'autorità preposta alla gestione delle crisi (*resolution authority*) di attuare gli strumenti della* resolution*, per i quali egli è autorizzato ad esercitare, oltre ai poteri degli amministratori, anche ipoteri degli azionisti*".

PARTE III

La gestione del dissesto degli istituti bancari europei

1. Gli elementi per l'accertamento dello stato di dissesto degli istituti creditizi.

Come è già stato illustrato, dagli artt. a 31 all'86, la Direttiva disciplina gli strumenti a cui l'autorità di risoluzione può fare ricorso per reagire alla situazione di dissesto (o quasi dissesto) degli istituti creditizi, al fine di evitare il contagio delle altre istituzioni e minimizzando i costi che potrebbero ricadere sulla collettività. Tre sono le strade definite dal legislatore attraverso cui l'autorità di risoluzione possa gestire il dissesto dell'ente creditizio: svalutare gli strumenti di capitale dell'ente e azzerare o convertire le sue passività subordinate (c.d. *write down*); avviare la risoluzione o disporre la liquidazione della banca. Sebbene il ricorso a queste soluzioni risulti subordinato al rispetto di requisiti e condizioni differenti (di cui si darà meglio conto nel proseguo), tutti e tre gli strumenti presuppongono, quale condizione per il loro utilizzo, l'accertamento dello stato di dissesto (o di rischio dissesto) dell'ente.

Ai sensi dell'art. 32 della Direttiva un istituto creditizio può essere dichiarato in dissesto o a rischio dissesto se ricorre almeno una delle seguenti situazioni:

- vìola (o vi sono elementi oggettivi a sostegno della convinzione che nel prossimo futuro violerà) i requisiti per il mantenimento dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività ed è pertanto soggetta alla revoca della stessa a causa, tra l'altro della perdita, o del rischio di perdita di tutto il suo patrimonio o di una sua parte significativa;
- le attività non sono, o non lo saranno in futuro, sufficienti a coprire le passività;
- non essere in grado, o non sarà in grado in futuro, di pagare i propri debiti o altre passività in scadenza;
- necessità di un sostegno finanziario pubblico straordinario.

Lo stato di dissesto è dunque prevalentemente identificato con un *deficit* dell'ente sul versante patrimoniale e con problemi di liquidità. La Direttiva non definisce, tuttavia, nessun indice di sottocapitalizzazione o di rischio di liquidità. Questa carenza non può

dirsi superata nemmeno in seguito agli orientamenti emanati dall'ABE[123], come previsto dalla BRRD[124], in merito l'interpretazione delle diverse situazioni nelle quali un ente è considerato in dissesto o a rischio di dissesto. Le linee guida dell'ABE, tuttavia, non forniscono alcun indice quantitativo di riferimento per stabilire quando il deterioramento di uno dei parametri indicati abbia raggiunto un livello tale da far ritenere l'ente in dissesto o a rischio di dissesto. Per certi versi, si potrebbe ritenere che le indicazioni fornite dall'ABE non centrino pienamente neanche il proposito del legislatore di poter disporre di orientamenti per promuovere la convergenza tra gli Stati membri delle prassi di vigilanza e di risoluzione sulla valutazione delle situazioni di dissesto o di rischio di dissesto. Essa ritiene, infatti, che "*gli elementi oggettivi elencati nei presenti orientamenti dovrebbero essere analizzati attentamente su base globale. L'accertamento che un ente è in dissesto o a rischio di dissesto dovrebbe rimanere un giudizio di esperti e non dovrebbe scaturire automaticamente da uno soltanto degli elementi oggettivi. Questo è particolarmente vero nel caso dell'interpretazione degli elementi che possono essere influenzati da fattori non direttamente legati alla situazione finanziaria dell'ente*"[125]. In definitiva, anche con l'applicazione delle linee guida dell'ABE lo stato di dissesto dell'ente è affidato, in ultima analisi, al giudizio dell'autorità di risoluzione[126]. Evidentemente, il ruolo dell'autorità di risoluzione diventa più rilevante quando è chiamata a valutare la sussistenza delle condizioni di dissesto (o di rischio di dissesto) della banca non già interpretando elementi oggettivi, bensì sulla base di una convinzione (*determination,* nella versione inglese della BRRD) che i fattori di crisi potrebbero

---

[123] Cfr. AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti sull'interpretazione delle diverse situazioni nelle quali un ente è considerato in dissesto o a rischio di dissesto (articolo 32, paragrafo 6, della direttiva 2014/59/UE),* EBA/GL/2015/07, 6 agosto 2015.

[124] Cfr. art. 32, par. 6, della Direttiva 2014/59/UE.

[125] AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti sull'interpretazione delle diverse situazioni nelle quali un ente è considerato in dissesto o a rischio di dissesto,* cit., 6.

[126] Per un'opinione che può ritenersi aderente a questa impostazione cfr. G. BOCCUZZI, *Il regime speciale della risoluzione bancaria. Obiettivi e strumenti*, Bari, 2018, 133.

operare "*nel prossimo futuro*"[127] o perché si possa "*ragionevolmente prospettare*"[128] che il ricorso a misure alternative alla risoluzione non potranno evitare il dissesto (o il rischio di dissesto) dell'ente.

Una banca può essere dichiarata in dissesto (o a rischio dissesto) anche se necessita di un sostegno finanziario pubblico straordinario[129][130]. La dipendenza dello stato di dissesto

---

[127] Cfr. art. 32, par. 4, lett. a), b) e c) della Direttiva 2014/59/UE.

[128] Cfr. art. 32, par. 1, lett. b) della Direttiva 2014/59/UE.

[129] Può essere opportuno ricordare le perplessità al riguardo manifestate dalla BCE nel suo parere sulla bozza di BRRD. In tale documento, infatti, la BCE, *Parere del 29 novembre 2012 in merito alla proposta di direttiva che istituisce un quadro di risanamento e di risoluzione delle crisi degli enti creditizi e delle imprese di investimento (CON/2012/99)*, 2, pubblicato in G.U.U.E., C/39/1 del 12.2.2013, "*rileva come un numero considerevole di enti creditizi e di imprese di investimento che attualmente ricevono aiuti di Stato sarebbero considerati in dissesto o a rischio di dissesto in base a tale indicatore. La BCE ritiene che la determinazione delle circostanze in presenza delle quali un ente è in dissesto o a rischio di dissesto dovrebbe essere basata unicamente sulla valutazione della sua situazione prudenziale. Pertanto, una particolare necessità di aiuti di Stato non dovrebbe, di per sé, costituire un criterio oggettivo adeguato, mentre le circostanze che sono alla base della concessione dell'aiuto di Stato dovrebbero essere ricomprese nella valutazione della situazione prudenziale dell'ente*",

[130] Questo sostegno non è considerato un segnale del rischio di fallimento dell'ente, da evitare con un'azione di risoluzione, se l'assistenza pubblica può scongiurare o risolvere porre rimedio a una grave perturbazione dell'economia dello Stato interessato e preservarne la stabilità finanziaria; deve, inoltre assumere la forma di una garanzia statale a sostegno della liquidità fornita dalle banche centrale (sostanzialmente per operazioni di ELA) o su passività di nuova emissione della banca o tradursi nella sottoscrizione di azioni o di altri strumenti di capitale per rafforzare la banca sul piano patrimoniale, nella misura strettamente necessaria a colmare il deficit di capitale risultante dagli stress test o dalle verifiche di qualità degli attivi svolti dalle autorità competenti, (su quest'ultimo punto cfr., P. ROSSI, *Banking resolutione tutela del risparmio, tra bail out e bail in,* cit., 13). Quest'ultima forma di sostegno, cioè l'intervento pubblico alla capitalizzazione dell'ente, è, però, ammesso solo nel caso in cui non operi nessuna delle altre tre possibili cause di dissesto dell'ente e non ricorra nessuna delle condizioni che impongono all'autorità di risoluzione di svalutare o di convertire gli strumenti di capitale pertinenti emessi da un ente da capitalizzare.

dalla necessità di un aiuto pubblico si rivela troppo stretta[131], anche alla luce della definizione di sostegno finanziario pubblico straordinario che ne dà la BRRD[132], che richiamando l'articolo 107, par. 1, del TFUE, comprende ogni forma di aiuto di Stato.

Riguardo agli effetti di quella dipendenza, è possibile che essi ricadano nella stessa misura su tutte le tipologie di banche e conseguentemente sui loro azionisti e investitori. Aver stabilito che un sostegno finanziario pubblico non comporta la dichiarazione di dissesto della banca solo se necessario ad evitare gravi difficoltà dell'economia e per conservare la stabilità finanziaria, rende poco probabile che il perseguimento di queste finalità sia riconosciuto nel caso di un aiuto fornito a banche piccole e medie. Conseguentemente i detentori delle passività di questi ultimi enti possono essere più esposti al rischio, di vedere intaccati i loro diritti, di quanto non lo siano gli azionisti e i creditori delle grandi banche.

2. Lo strumento della svalutazione degli strumenti di capitale e dell'azzeramento o conversione delle passività (il c.d. *write down).*

Qualora sia dichiarato lo stato di dissesto (o di quasi dissesto) di un istituto creditizio, e non sia possibile procedere alla sua ordinata uscita dal mercato, la situazione di crisi potrà essere gestita dall'autorità di risoluzione con due distinti strumenti: il cosiddetto *write*

---

[131] Cfr. A. DE ALDISIO, *La gestione delle crisi nell'Unione Bancaria*, in *Banca impresa società*, 3, 2015, 406; ID., *Le nuove regole europee sulla risoluzione. L'intervento pubblico tra Scilla e Cariddi*, in *A. G. E.*, 2, 2016, 345.

[132] Cfr. art. 2, par. 1, punto 28, della Direttiva 2014/59/UE, che definisce "*«sostegno finanziario pubblico straordinario»: aiuti di Stato ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 1, TFUE o qualsiasi altro sostegno finanziario pubblico a livello sovranazionale che se erogato a livello nazionale configurerebbe un aiuto di stato, forniti per mantenere o ripristinare la solidità, la liquidità o la solvibilità di un ente o entità di cui all'articolo 1, paragrafo 1, lettera b), c) o d), o di un gruppo di cui tale ente o entità fa parte*".

down[133] e, al ricorrerne degli specifici presupposti, la risoluzione[134]. Oltre che nei presupposti questi strumenti si differenziano anche nella misura con cui incidono sui diritti dei creditori[135], sebbene in entrambi i casi l'autorità di risoluzione possa procedere

[133] Con il termine *write down* si indica la sola svalutazione e non anche la conversione di strumenti di capitale. L'articolo 59 della BRRD disciplina, infatti, nella versione inglese, il *Requirement to write down or convert capital instruments* e, in quella italiana, l'*obbligo di svalutazione o di conversione degli strumenti di capitale*. Qui di seguito il termine è usato per indicare sia la svalutazione sia la conversione di strumenti di capitale. Il d.lgs. 180/2015 ha disciplinato l'argomento al capo II titolo IV denominato «*Riduzione o conversione di azioni, di altre partecipazioni e di strumenti di capitale*». Più appropriato, per descrivere l'operazione in oggetto, sarebbe l'acronimo WDCC (write-down or conversion of capital instruments), come fanno, tra altri, notare: D. FREUDENTHALER, *Write-down or Conversion of Capital (WDCC) Instruments*, in *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, World Bank, 2017, 99 ss.; P. POYNTNER – T. REININGER, *Bail-in and Legacy Assets: Harmonized rules for targetedpartialcompensation to strengthen the bail-in regime*, Oesterreichische Nationalbank, Working Paper, n. 224, 2018.

[134] Con riguardo alla risoluzione, in letteratura prevale l'orientamento che ne esclude la natura di procedura concorsuale, in questo senso: R. LENER, *Bail in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca, borsa e tit. di cred.*, n. 3, 2016, 291; L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., 154; E. RULLI, *Contributo allo studio della disciplina della risoluzione bancaria*, cit., 51; D. VATTERMOLI, *La risoluzione bancaria. I profili generali: struttura, natura funzioni*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, 669, che esclude la natura concorsuale della risoluzione sulla base del "*semplice, ma decisivo rilievo, che attraverso di essa non viene attuata in forma coattiva la responsabilità patrimoniale dell'ente in dissesto*". La tesi della natura concorsuale della risoluzione è invece sostenuta da B. INZITARI, *La risoluzione e la condivisione*, in A. Jorio e B. Sassani (a cura di), *Trattato delle procedure concorsuali*, Milano, 2017, 1220, il quale fonda le proprie conclusioni in ragione della legittimazione della banca in risoluzione a promuovere le azioni di responsabilità e revocatorie anche nell'interesse dei creditori sociali; e sulla previsione che le misure della riduzione e conversione delle passività esistenti debbano essere attuate ai sensi dell'art. 52, comma 2, lett. a), d lgs. 180/2015. L'autore, sostiene trattarsi di "*una nuova forma di liquidazione che non prevede il concorso dei creditori sul ricavato della procedura ma che viene attuata con la partecipazione dei creditori sulla perdita patrimoniale che già si è manifestata e che in ragione delle previsioni contenute nella valutazione troverebbe conferma o si aggraverebbe nell'eventualità in cui si disponesse la liquidazione dei beni*".

[135] Sulla diversa ampiezza della gamma della passività tra il *write down* e il *bail-in*, cfr., tra altri, C. BRESCIA MORRA, *Nuove regole per la gestione delle crisi bancarie: risparmiatori vs contribuenti*, in *A.G.E.*, 2016, 2, 287, secondo cui "*La riduzione o conversione di azioni e altri strumenti finanziari di capitale (in primo*

alla svalutazione e/o conversione degli strumenti di capitale e dei crediti dell'ente, nel caso si faccia ricorso al *write down* tale potere potrà avere ad oggetto unicamente gli strumenti rappresentativi del capitale di rischio e le sole passività subordinate della banca[136]. Il ricorso al *write down*, secondo le modalità e per le finalità stabilite dall'art. 59 BRRD[137], può di per sé risultare sufficiente a rimettere la banca in condizione di riprendere ordinariamente le proprie attività[138]. Lo strumento in esame può dunque essere esercitato indipendentemente o congiuntamente a un'azione di risoluzione (par, 1 art. 59),

---

luogo i prestiti subordinati) è simile al bail-in che può essere adottato nell'ambito delle procedure di risoluzione, ma se ne differenzia per due aspetti: riguarda solo azionisti e altri portatori di strumenti di capitale, con esclusione dei creditori; deve essere attuata solo se essa consente di risolvere il dissesto della banca"; J. DONATI, *La ricapitalizzazione interna delle banche mediante bail-in*, in *A.G.E.* , 2, 2016, 602, secondo cui quando l'autorità intende superare *la crisi di una banca mediante una ricapitalizzazione "interna", è l'entità delle perdite accertate dalla valutazione "precedente" a determinare se sia sufficiente ricorrere ad un write down oppure sia necessario applicare un bail-in. In particolare, occorre distinguere l'ipotesi in cui la banca abbia un patrimonio di vigilanza complessivamente sufficiente, ma non rispetti comunque i requisiti patrimoniali prudenziali in ragione dell'insufficienza del capitale primario di classe 1 (principalmente, capitale sociale e riserve), dalla diversa ipotesi in cui il patrimonio di vigilanza sia andato interamente perduto o, comunque, sia inferiore a quanto richiesto per l'esercizio dell'attività bancaria*".

[136] D. FREUDENTHALER, *Write-down or Conversion of Capital (WDCC) Instruments*, in Aa. Vv., *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, World Bank, 2017, 101, evidenzia che "*capital instruments cannot be excluded from write down or conversion*".

[137] In ragione della sua limitazione alla svalutazione e conversione del solo capitale della banca, il *write down* è stato definito anche *bail-in* debole o *bail-in* minore. Sul punto, cfr. L. DI BRINA, Il *Bail-in (L'influenza del diritto europeo sulle crisi bancarie e sul mercato del credito)*, 2016, reperibile sul sito www.orizzontideldirittocommerciale.it; D. VATTERMOLI, *La risoluzione bancaria. I profili generali: struttura, natura, funzioni*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, 4, 2018, 662; I. MECATTI, *Gli aiuti di stato alle banche in crisi: note introduttive*, in *Studi Senesi*, CXXX (III SERIE, LXVII), 3, 2018, 419.

[138] I risultati di indagini empiriche hanno evidenziato che l'applicazione del solo *write down* sarebbe stata eventualmente sufficiente a garantire la stabilità finanziaria delle grandi banche europee, cfr. C. COTTER, *Eurozone Bank Resolution and Bail-In - Intervention, Triggers and Write downs*, Prepared for the Conference European Banking Union, Prospects and Challenges University of Buckingham, 21-22 November 2014, 15 ss., https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2548770.

purché ricorrano i presupposti per l'avvio di quest'ultima. Poiché l'azione di svalutazione e conversione degli strumenti di capitale può essere considerato l'estremo tentativo di evitare la risoluzione dell'ente, il *write down* è attivabile già al momento dell'accertamento del maturare delle condizioni della risoluzione, senza attendere il suo avvio[139]; in sostanza "*can also be exercised as a corrective action, that is, without placing the bank in resolution*"[140]. Oltre all'accertamento del dissesto dell'ente, il legislatore ha previsto ulteriori e specifiche circostanze che consentono all'autorità di risoluzione di esercitare il potere di svalutare o di convertire gli strumenti di capitale pertinenti in azioni o altri titoli di proprietà degli enti; in particolare si dovrà fare ricorso allo strumento del *write down* ogniqualvolta un istituto creditizio richieda un sostegno finanziario pubblico straordinario che non si sostanzi in un'iniezione di fondi propri o nell'acquisto di strumenti di capitale, ai sensi dell'articolo 32, paragrafo 4, lettera d), punto iii), o qualora il mancato ricorso allo strumento in esame determini l'insostenibilità economica dell'ente[141].

Va altresì rilevato che, a differenza di quanto previsto per la risoluzione, il perseguimento dell'interesse pubblico non costituisce una condizione per l'applicazione dello strumento in esame[142], il che fa di questa procedura "*una sorta di 'fratello minore' del bail-in, di cui condivide i principi ma opera su presupposti meno stringenti*"[143]. Qualora il ricorso alla

---

[139] Cfr. art. 59, par. 3, lett. a), della Direttiva 2014/59/UE.

[140] A. KUNDE, *Legal constraints on resolution measures and the application of the bail-in tool under BRRD and SRMR*, in ECB, *From Monetary Union to Banking Union, on the way to Capital Markets Union New opportunities for European integration*, Legal Conference 2015**,** 1-2 September 2015, 243.

[141] Ai sensi dell'art. 59 della Direttiva, l'insostenibilità economica può essere rilevata se l'ente, è a) in dissesto o a rischio di dissesto, e contemporaneamente, b) non si può "*ragionevolmente prospettare*" di evitare il dissesto con "*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*".

[142] Cfr. D. FREUDENTHALER, *Write-down or Conversion of Capital (WDCC) Instruments*, cit., 101.

[143] L. STANGHELLINI, *La gestione delle crisi bancarie. La tradizione italiana e le nuove regole europee*, cit., 333.

svalutazione e alla conversione degli strumenti di capitale e delle passività subordinate dovesse risultare insufficiente per ripristinare le condizioni per l'ordinaria agibilità dell'ente, al ricorrere di un interesse pubblico, dovrebbe essere attivato uno strumento di risoluzione, altrimenti dovrebbe essere disposta la liquidazione dell'ente[144]. L'applicazione del meccanismo del *write down* non esclude, pertanto, l'avvio della procedura della risoluzione - della quale anzi può essere parte[145] - mentre il ricorso alla risoluzione non è necessariamente condizionato al preventivo assoggettamento dell'ente al *write down*.

Presupposto necessario per assumere la decisione di ricorrere allo strumento in esame è, chiaramente, una valutazione delle attività e passività dell'ente per determinare la gravità della situazione di crisi e quantificare la misura della svalutazione e/o della conversione necessaria a coprire le perdite e provvedere alla ricapitalizzazione dell'ente. Il par. 10 art. 59 della BRRD[146] stabilisce che la valutazione deve essere svolta "*conformemente all'articolo 36*" della stessa Direttiva, che disciplina la valutazione per gli scopi della risoluzione. La valutazione è dunque parte di una più estesa indagine volta a individuare

---

[144] Per un'interpretazione che contrappone risoluzione e *write down* si rinvia a V. TROIANO, *Interventi di rafforzamento patrimoniale e assetti proprietari*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 4, 2017, supplemento, 45, secondo cui, la svalutazione e conversione del capitale è "*un'ipotesi che concettualmente si pone in alternativa rispetto alla risoluzione; esclude che si abbia risoluzione proprio perché idonea a superare la situazione di dissesto o di pericolo di dissesto*". L'orientamento prevalente in letteratura è quello di non ritenere alternativo il ricorso ai due strumenti, sul punto cfr., tra altri MICOSSI, BRUZZONE, CASSELLA, *Bail-in Provisions in State Aid and Resolution Procedures: Are they consistent with systemic stability?*, in Allen, Carletti, G. Ray (edited by), *Bearing the losses from bank and sovereign default in the eurozone*, Philadelphia, 2014.

[145] P. POYNTNER e T. REININGER, *Bail-in and Legacy Assets: Harmonized rules for targeted partial compensation to strengthen the bail-in regime,* cit., 7 ss.

[146] Questa norma dispone che "*Prima di esercitare il potere di svalutare o di convertire gli strumenti di capitale, le autorità di risoluzione provvedono a che sia effettuata una valutazione delle attività e delle passività dell'ente o dell'entità [..] conformemente all'articolo 36. Tale valutazione costituisce la base per il calcolo della svalutazione da applicare agli strumenti di capitale pertinenti al fine di assorbire le perdite, nonché del livello di conversione da applicare agli strumenti di capitale pertinenti al fine di ricapitalizzare l'ente o l'entità [..]*".

gli interventi successivi da realizzare e le altre passività da svalutare e convertire nell'ipotesi si renda necessario applicare uno degli strumenti della risoluzione. Oltre che di programmazione degli interventi, alla predetta valutazione è attribuito anche una finalità di tutela dei soggetti coinvolti: sebbene non sia stato espressamente richiamato dal legislatore europeo, è tuttavia evidente come il principio del *no creditor worse off* si applichi anche agli azionisti e ai possessori di obbligazioni subordinate assoggettati al *write down*[147]. Al riguardo è infatti opportuno segnalare che l'ABE abbia ritenuto che l'applicazione, del principio appena richiamato, agli strumenti di capitale oggetto del *write down* "*is implicitly required*" poiché: 1) "*The NCWO principle stems from the Charter of Fundamental Rights[…]. Therefore, the protection afforded by the Charter to Fundamental Rights applies across the board, whenever there is a public interference with property rights. […] Given that the write down of capital instruments constitute the same interference with fundamental rights as resolution or the application of State Aid rules, it would be difficult to argue that in the case of the write down of capital instruments, this protection does not apply. 2) […] Under Article 36(8) and (10) the valuation must include the estimate of the treatment that each share holder and creditor would have been expected to receive if the institution were wound up under normal insolvency proceedings. It is clear from these provisions that the NCWO principles an element that authorities must take into account when calculating the write down*" [148].

---

[147] Sul punto, cfr. J. DONATI, *La ricapitalizzazione interna delle banche mediante bail-in,* cit., 614, il quale ritiene irragionevole far dipendere il livello di protezione assicurato ai titolari di fondi propri, che hanno contrattualmente accettato di assorbire eventuali perdite dalla decisione dell'autorità di sottoporre o no la banca a risoluzione; in merito si v. K. P. WOJCIK, *Bail-in in the Banking Union*, in *Common Market Law Review*, Issue 1, Volume 53, 2016, 121.

[148] Si veda https://eba.europa.eu/single-rule-book-qa/-/qna/view/publicId/2015_2181. L'ABE esclude dall'applicazione del NCWO i *Contingent convertible capital instruments (Cocos)* trattandosi di titoli subordinati la cui conversione in azioni è la conseguenza dell'applicazione di una clausola contrattuale che ne prevedeva la possibilità al verificarsi di determinate situazioni. Secondo questa impostazione, poiché la conversione di tali titoli è già prevista dal contratto e non è un effetto dell'azione legale delle autorità pubbliche, i loro detentori non hanno diritto a eventuali compensazioni qualora la conversione si renda necessaria. Al riguardo l'ABE avverte che "*This is an unofficial opinion of that Directorate General, which the European Banking Authority publishes on its behalf. The answers are not binding on the European*

3. La risoluzione.

3.1. Cenni sugli strumenti della risoluzione.

L'importanza degli strumenti e delle procedure presi in esame finora non può certo essere trascurata, tanto per i risultati che con essi possono essere ottenuti quanto per le novità che introducono nella disciplina con cui gli Stati membri possono intervenire nella gestione delle crisi bancarie. È fuori dubbio, tuttavia, che la maggiore innovazione contenuta nella BRRD sia rappresentata dalla disciplina della risoluzione, cioè dall'introduzione di una normativa uniforme a livello europeo che può essere applicata per evitare una gestione disordinata della crisi di un ente creditizio. Accanto al pilastro costituito dall'insieme degli strumenti delle misure che possono essere messi in campo per cercare di gestire la crisi della banca senza ricorrere agli strumenti della risoluzione, la disciplina della risoluzione costituisce la seconda "*anima*" della BRRD[149]. Sebbene essa costituisca l'architrave del sistema di gestione delle crisi bancarie, il termine risoluzione non è, tuttavia, di facile definizione[150]. La BRRD definisce la risoluzione

---

Commission as an institution. You should be aware that the European Commission could adopt a position different from the one expressed in such Q&As". Sull'orientamento dell'ABE in materia di *write down* si veda anche AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Final Guidelines on the treatment of shareholders in bail-in or the write-down and conversion of capital instruments*, EBA/GL/2017/04, 05 April 2017; *Draft Guide lines concerning the interrelationship between the BRRD sequence of write down and conversion and CRR/CRD IV*, EBA/CP/2014/29; *Draf Guidelines on the treatment of shareholders in bail-in or the write-down and conversion of capital instruments*, EBA/CP/2014/40.

[149] L. STANGHELLINI, *La gestione delle crisi bancarie. La tradizione italiana e le nuove regole europee*, cit., 325.

[150] V. SANTORO, *Prevenzione e "risoluzione" della crisi delle banche*, 1 s. (consultabile all'indirizzo http://www.regolazionedeimercati.it/sites/default/files/Santoro%20SRM.pdf), ritiene che "*il termine "risoluzione" esprima un concetto linguisticamente oscuro*". Il termine italiano, sia nel senso comune sia nella sua applicazione giuridica, non corrisponde all'uso che ne fa il legislatore nella direttiva, dove la «risoluzione» è definita (art. 2, § 1, n. 1 come) "*l'applicazione di uno strumento di risoluzione [..] al fine di conseguire uno o più obiettivi di risoluzione*"; anche il termine inglese *resolution* non aiuta a chiarire il concetto poiché può indicare molte cose diverse per intervenire in una banca in crisi; L. STANGHELLINI, *La gestione delle crisi bancarie. La tradizione italiana e le nuove regole europee*, in *Ricerche giuridiche*, Vol. 4, 2, 2015, 322, valuta che "*L'inserimento di tale termine nel nostro vocabolario giuridico, benché*

come "*uno strumento di risoluzione o di uno strumento di cui all'articolo 37, paragrafo 9 al fine di conseguire uno o più obiettivi di risoluzione di cui all'articolo 31, paragrafo 2*"[151]. Essa è in sostanza tautologicamente definita attraverso gli obiettivi che deve perseguire e gli strumenti già individuati dalla stessa Direttiva europea. Al riguardo il legislatore ha stabilito che sono strumenti della risoluzione:

a) la cessione di beni e rapporti giuridici a un soggetto terzo;
b) la cessione di beni e rapporti giuridici a un ente-ponte;
c) la cessione di beni e rapporti giuridici a una società veicolo per la gestione delle attività;
d) il bail-in.

Si tratta, in sostanza, di "*una serie di strumenti che incidono pesantemente sia sul patrimonio, sia sul soggetto, in vista di una conservazione dell'azienda, o di una sua parte, come «going concern». Non dunque una procedura, né tantomeno una procedura di «risanamento», ma un insieme di «attrezzi» a disposizione delle autorità preposte alla gestione della crisi per assicurare la continuità delle funzioni ritenute essenziali, al fine di preservare la stabilità del sistema e ridurre al minimo la perdita conseguente alla crisi*"[152]. Come risulterà evidente dall'analisi svolta nelle pagine che seguono,

---

inevitabile, non appare felice, perché esso possiede già una pluralità di significati sia a livello di linguaggio comune, sia a livello di linguaggio normativo. Ciò implica che, nel nostro vocabolario, dobbiamo aggiungere a quelli già esistenti un ulteriore significato di 'risoluzione': quello dell'insieme di 'attrezzi' di cui dispone l'autorità per gestire in modo corretto la crisi di una banca". Sugli aspetti linguistici relativi alla definizione del concetto di risoluzione si veda anche E. RULLI, *op. cit.*, 27 ss. M. PORZIO, *La banca insolvente*, in M. P. Chiti e V. Santoro (a cura di), *L'Unione bancaria europea*, Ospedaletto, 2016, 408, allargando l'ambito oltre il singolo termine, ritiene che dall'esame linguistico della Direttiva nelle principali lingue europee, emerge che il legislatore dell'Unione, nella definizione delle diverse situazioni di crisi delle banche, ha scelto sempre espressioni generiche, evitando di utilizzare termini con precisi significati giuridici.

[151] Cfr. art. 2, par. 1, punto 1), della Direttiva 2014/59/UE.

[152] L. STANGHELLINI Lorenzo, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., 155. Sulla continuità delle funzioni essenziali dell'ente come obiettivo prioritario della risoluzione cfr., tra altri, D. VATTERMOLI, *La risoluzione bancaria. I profili generali: struttura, natura, funzioni*, cit., 661 ss.; A. NIGRO,

indubbiamente il ricorso a uno degli strumenti della risoluzione risulterà di maggiore impatto[153], sia sull'ente interessato sia sui diritti dei suoi azionisti e dei soggetti che in esso hanno investito[154], rispetto a quanto finora visto. Il possibile peggioramento della posizione degli azionisti e dei creditori della banca è giustificato dal perseguimento dell'interesse pubblico, complessivamente inteso, che dovrebbe compensare il loro sacrificio. La disciplina sulla risoluzione non può, pertanto, essere applicata indistintamente in tutti i casi di crisi bancaria, ma solo al ricorrere di precise condizioni e per il perseguimento di ben individuati obiettivi, che evidentemente non possono consistere nel solo salvataggio dell'ente, ma che presuppongono la presenza di un

---

Il nuovo ordinamento bancario e finanziario europeo: aspetti generali, in *Giur. comm.*, 2018, I, 191 s.; F. FIORDIPONTE, *Le aspettative restitutorie di azionisti e creditori ai tempi del bail-in*, in *A.G.E.*, 2, 2016, 527 s.; G. SANTONI, *La nuova disciplina della gestione delle crisi bancarie: da strumento di contrasto a generatore di sfiducia sistematica?*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2016, II, 621. Così anche P. ROSSI, *Banking resolution e tutela del risparmio, tra bail out e bail in*, in *Amministrazione in cammino*, 2017, 9, nt. 24, secondo cui "*Il termine 'risoluzione' non è da intendere nell'accezione di "procedura estintiva" nei confronti dell'intermediario; piuttosto fa riferimento ad un processo di ristrutturazione, volto a garantire la continuità delle funzioni essenziali dell'intermediario e a ristabilire la vitalità economica della sua attività o parte di essa*", reperibile all'indirizzo: http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/app/uploads/2017/09/Rossi-Bail-in.pdf.

[153] P. ROSSI, *op. ult. cit.*, 10, ritiene che il passaggio dalle misure preventive e di intervento precoce all'applicazione della disciplina della risoluzione avvenga "*in una* climax *interventista sempre più invasiva*".

[154] Come si legge nel Considerando 13 della BRRD, "*L'applicazione degli strumenti e l'esercizio dei poteri di risoluzione previsti dalla presente direttiva può interferire nei diritti degli azionisti e creditori. In particolare, il potere delle autorità di cedere, in tutto o in parte, le azioni o le attività di un ente a un acquirente privato senza il consenso degli azionisti incide sui diritti di proprietà degli azionisti. Inoltre, il potere di stabilire quali passività trasferire da un ente in dissesto in base agli obiettivi di garantire la continuità dei servizi ed evitare effetti negativi sulla stabilità finanziaria può influire sulla parità di trattamento dei creditori*".

interesse pubblico a evitare l'avvio della procedura di liquidazione dell'ente creditizio in difficoltà. In questo senso si può, quindi, affermare che la risoluzione non "*è per tutti*"[155].

3.2 Liquidazione e risoluzione, due facce della stessa medaglia.

Con l'introduzione della disciplina sulla risoluzione il legislatore europeo si è proposto di definire una "procedura" propria per la gestione delle crisi bancarie, distinta da quelle, non armonizzate a livello dell'Unione[156], che i singoli Stati membri applicano nella gestione delle imprese insolventi che operano in settori diversi da quelli bancario e finanziario. La risoluzione affianca, quindi, ma non sostituisce[157], le procedure già disciplinate dalle singole giurisdizioni nazionali[158]. Nello specifico dell'ordinamento

---

[155] Così S. MACCARONE, *La crisi delle banche dal testo unico bancario alle nuove regole Europee*, in Brozzetti (a cura di), *Riflessioni su banche e attività bancaria, immaginando il "futuribile"*, Milano, 2016, 118 ss.

[156] S. MERLER, *Bank liquidation in the European Union: clarification needed*, in *Brugel, Policy Contribution*, 1, 2017, 2, ha evidenziato che "*the current diversity in national insolvency frameworks is a source of uncertainty about the outcomes of liquidation procedures, for all participants. Te fact that insolvency law remains national allows member states to amend it compared to the normal insolvency proceedings that constitute the reference for the SRB's assessment of the no-creditor-worse-off condition. In particular, to the extent that different governments have different propensities to provide liquidation aid to the banking sector, the fnal outcome is unclear. Without an EU insolvency law – or at least further harmonisation – this can lead to paradoxical results, such as in the Italian case where senior creditors were eventually better off under insolvency than they would have been under resolution, while taxpayers were worse off. For banking union to function effectively, the framework should be clarifed to provide the same level of certainty over liquidation as there is expected to be over resolution*", sul punto si veda anche ID, *Critical functions and public interest in banking services: Need for clarification? Banking Union Scrutiny.* in *Bruegel Report*, 2017.

[157] Sul punto A. BLANDINI, *How to overcome crisis (and oneself) without getting overcome: la fiducia e il bail-in dal punto di vista del creditore*, cit., 7.

[158] Per un'analisi delle leggi dei diversi Stati dell'Unione europea (e degli Usa e Svizzera) sulle procedure di insolvenza applicabili agli istituti di credito si rinvia a S. BUCKINGHAM, S. ATANASOVA, S. FRAZZANI, N. VÉRON, *Study on the differences between bank insolvency laws and on their potential harmonization. Final report*, European Commission, Directorate-General for Directorate-General for Financial Services https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/19110

italiano essa introduce un nuovo strumento in aggiunta all'amministrazione straordinaria e alla liquidazione coatta amministrativa[159], ampliando così la gamma delle possibilità di scelta dell'autorità di risoluzione, che può decidere se comporre la crisi dalla banca con il ricorso alla risoluzione oppure attraverso gli ulteriori strumenti previsti dall'ordinamento[160]. Il legislatore europeo ritiene, comunque, che "*si dovrebbe sempre vagliare l'ipotesi della liquidazione dell'ente in dissesto con procedura ordinaria di insolvenza prima di applicare strumenti di risoluzione*"[161].

Come ha ben sintetizzato il Tar del Lazio, sebbene "*i presupposti per disporre la procedura di risoluzione sono gli stessi che costituiscono il prodromico antecedente per scegliere la via della liquidazione coatta amministrativa della banca*"[162]; le finalità delle due procedure sono differenti, poiché mentre la prima persegue l'obiettivo di risanare l'ente e garantire la continuità delle sue funzioni, la seconda ha come esito la sua

---

6-study-bank-insolvency_en.pdf. L'indagine ha riscontrato le differenze esistenti nelle procedure di insolvenza relative, tra l'altro, alla loro natura amministrativa e giudiziaria, alla gerarchia dei creditori, ai soggetti legittimati ad avviarle. Tutte le autorità e gli altri soggetti interpellati per lo svolgimento dell'indagine hanno ritenuto auspicabile un'armonizzazione a livello unionale delle procedure nazionali, "*but most followed a cautious approach by aspiring to make only viable and realistic claims about the prospects of harmonisation. It follows that the degree of harmonisation they saw as possible varies in accordance with the range of areas involved and the scope of perceived obstacles. It is noted that many of the answers received did not directly refer to harmonisation, but rather to the improvements the stakeholders hope to achieve with respect to individual legal provisions or the relationship between individual concepts*" (p. 49 s.)

[159] Per una valutazione di queste procedure nella gestione delle crisi bancarie, cfr. A. CASTIELLO D'ANTONIO, *L'amministrazione straordinaria delle banche nel nuovo quadro normativo. Profili sistematici*, in *A.G.E.*, 2, 2016, 554 ss.

[160] Cfr. D. VATTERMOLI *La risoluzione bancaria. I profili generali: struttura, natura, funzioni*, cit., 661.

[161] Cfr. Considerando 46 della Direttiva 2014/59/UE.

[162] T.A.R. Lazio, sez. II quater, 30 dicembre 2016, n. 12888.

liquidazione[163]. Una differenza di finalità che si riflette nella diversa posizione dei creditori nelle due procedure. La risoluzione è considerata una "*nuova forma di liquidazione la quale, piuttosto che compiersi attraverso il concorso dei creditori sul ricavato che deriva dalla realizzazione del patrimonio, viene attuata con la partecipazione dei creditori sulla perdita patrimoniale che già si è manifestata e che, sulla base delle previsioni operate nella valutazione di cui agli artt. 23 e segg., d.lgs. n. 180/2015, sicuramente verrebbe confermata o addirittura aumentata nel caso in cui si procedesse alla liquidazione dei beni*"[164]. Con l'applicazione della risoluzione si assiste, quindi, ad un'anticipazione del ruolo dei creditori rispetto a quello che spetterebbe loro nel caso della liquidazione coatta amministrativa, dove essi avrebbero diritto a ripartirsi l'eventuale attivo che dovesse residuare dalla liquidazione dell'ente. Sul piano sostanziale, il livello di tutela dei creditori nelle due "procedure" dovrebbe essere lo stesso, considerato che il sacrificio al quale possono essere chiamati, sia i creditori sia gli stessi azionisti, non può eccedere quello che gli stessi avrebbero subiti se fosse disposta la liquidazione dell'ente (nel rispetto del principio del *no creditor worse off than liquidation*, di cui si dirà). Poiché la risoluzione costituisce un passaggio obbligato per ottenere un eventuale finanziamento pubblico per consentire la ripresa della banca, con questa procedura la posizione dei creditori non solo non dovrebbe peggiorare rispetto a quella che avrebbero nella liquidazione coatta amministrativa, ma potrebbe anche essere migliore[165].

---

[163] Sul punto A. BLANDINI, *How to overcomecrisis (and oneself) without getting overcome: la fiducia e il bail-in dal punto di vista del creditore*, cit., 7.

[164] B. INZITARI, *BRRD, bail-in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite. (d.lgs. 180/2015)*, 13 maggio 2016, 13, reperibile all'indirizzo: http://www.ildirittodegliaffari.it/upload/articoli/20160517100055_BRRD.pdf

[165] Cfr. A. BLANDINI, *How to overcome crisis (and oneself) without getting overcome: la fiducia e il bail-in dal punto di vista del creditore,* cit., 7 s.

3.3. Le condizioni e gli obiettivi della risoluzione.

La risoluzione va pertanto definita attraverso le condizioni che devono verificarsi per l'avvio della procedura, gli obiettivi che devono essere perseguiti e gli strumenti che il legislatore ha messo a disposizione dell'autorità per intervenire sulla banca in crisi.

Affinché possa essere avviata la risoluzione devono contemporaneamente sussistere tre condizioni[166]: i) la banca deve essere in dissesto (o rischio dissesto), ii) l'azione di risoluzione risulta necessaria al perseguimento dell'interesse pubblico, iii) l'interesse pubblico non sarebbe altrimenti tutelabile con gli altri strumenti stabiliti dal legislatore[167].

La definizione di queste condizioni o la descrizione dei fenomeni che determinano la loro evidenza presentano livelli di specificazioni differenti, ma restano sempre "*rather fluid and imprecise*"[168], lasciando una certa discrezionalità di interpretazione all'autorità chiamata ad applicarle. Questa discrezionalità dovrebbe essere considerata anche con riferimento alla tutela dei diritti degli azionisti e dei creditori della banca[169]. Il problema delle violazioni dei diritti degli azionisti e dei creditori emerge non solo nel confronto tra le conseguenze, per essi, dell'azione di risoluzione in alternativa alla liquidazione dell'ente con il ricorso alle procedure ordinarie (confronto che, però, dovrebbe produrre un'equivalenza di risultati in ragione dell'operare del principio del *no creditor worse off*),

---

[166] Cfr. art. 31, par. 1, della Direttiva 2014/59/UE.

[167] Sul punto cfr. D. FREUDENTHALER, P. LINTNE e H. DIETER, *Conditions for Taking Resolution Action and the Adoption of a Resolution Scheme*, in Aa. Vv., *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, World Bank, 2017, 104 ss.

[168] C. HADJIEMMANUIL, *Bank stakholders' mandatory contribution to resolution financing: principle and ambiguities of bail-in*, in ECB, *From Monetary Union to Banking Union, on the way to Capital Markets Union New opportunities for European integration*, Legal Conference 2015**,** 1-2 September 2015, 23.

[169] Cfr. J. H. BINDER, *Resolution: Concepts, Requirements and Tools*, in Jens-Hinrich Binder and Dalvinder Singh (eds.), *Bank Resolution: The European Regime*, Oxford University Press, 2016, 17 s. https://ssrn.com/abstract=2499613.

quanto piuttosto dalla circostanza che i gradi di autonomia di cui può avvalersi l'autorità di risoluzione le permettono addirittura di decidere se avviare o no l'azione di risoluzione.

3.3.1 La valutazione in merito alla sussistenza dell'interesse pubblico alla risoluzione.

Lo stato di dissesto (o di rischio dissesto), come si è visto, rappresenta un presupposto necessario ma non sufficiente all'avvio della risoluzione, perché questa possa essere disposta è necessario che l'autorità di risoluzione ravvisi un interesse pubblico che non sarebbe altrimenti tutelato con la liquidazione della banca.

In maniera analoga a quanto già rilevato con riguardo ai parametri sulla base dei quali determinare lo stato di dissesto della banca, anche i criteri attraverso cui identificare la sussistenza di un interesse pubblico non paiono essere stati individuati in maniera precisa dal legislatore europeo[170]. Al riguardo, la normativa stabilisce che "*è considerata nell'interesse pubblico se è necessaria al conseguimento di uno o più obiettivi della risoluzione di cui all'articolo 31 ed è ad essi proporzionata e se la liquidazione dell'ente con procedura ordinaria di insolvenza non consentirebbe di realizzare tali obiettivi nella stessa misura*"[171]. Dunque, un presupposto della risoluzione – l'interesse pubblico – è verificato se finalizzato a perseguire gli obiettivi della stessa risoluzione e, al tempo stesso, quegli obiettivi possono essere perseguiti solo se motivati da un interesse pubblico. Anche in questo caso, come peraltro si è già accennato relativamente alla risoluzione, una certa indeterminazione nella definizione delle situazioni, instaura un corto circuito tra gli obiettivi e gli strumenti dell'azione di risoluzione[172]. In questo rincorrersi di obiettivi e condizioni viene lasciata ampia discrezionalità all'autorità di risoluzione, con la conseguenza che non si può escludere che l'individuazione dell'interesse pubblico

---

[170] Come ha fatto notare, tra altri, O. CAPOLINO, *Banking Recovery and Resolution: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità***,** 2016, 8, anche gli strumenti e le procedure tradizionali muovono dal presupposto che con essi si perseguano scopi di interesse pubblico, reperibile all'indirizzo dell'interesse pubblico, http://www.regolazionedeimercati.it/sites/default/files/Rapporto%20Capolino%202.pdf

[171] Cfr. art. 32, par. 5, della Direttiva 2014/59/UE.

[172] Sul punto si veda anche D. VATTERMOLI, *La risoluzione bancaria. I profili generali: struttura, natura, funzioni*, cit., 662.

comporti anche l'esercizio di una "*certa discrezionalità politica*"[173]. In un contesto nel quale le autorità competenti possono assumere le proprie decisioni in assenza di vincoli tecnici stringenti, vi è il rischio, però, che la discrezionalità politica possa assumere molta rilevanza nella decisione di cosa debba essere considerato interesse pubblico. Verosimilmente, dunque, l'interesse pubblico sarà direttamente correlato con il volume d'affari della banca. In quest'ottica, le grandi banche verrebbero assoggettate a un'azione di risoluzione, per evitare gli effetti negativi di un loro fallimento sulla stabilità finanziaria, mentre le piccole in dissesto sarebbero liquidate con le procedure ordinarie[174].

Ai sensi dell'elenco contenuto al par. 2, art. 31 della BRRD, gli obiettivi della risoluzione consistono nel:

a) garantire la continuità delle funzioni essenziali;
b) evitare effetti negativi significativi sulla stabilità finanziaria, in particolare attraverso la prevenzione del contagio, anche delle infrastrutture di mercato, e con il mantenimento della disciplina di mercato;
c) salvaguardare i fondi pubblici riducendo al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico straordinario;
d) tutelare i depositanti contemplati dalla direttiva 2014/49/UE[175] e gli investitori contemplati dalla direttiva 97/9/CE[176];

---

[173] Così L. STANGHELLINI, *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, in *A.G.E.*, 2, 2016, 572.

[174] B. CUMMINGS, *Benefit Corporations: How to Enforce a Mandate to Promote the Public Interest*, in *Columbia Law Review*, Vol. 112, No. 3, 2012, 578.

[175] Il riferimento è, evidentemente, ai depositi di cui all'art. 6 della Direttiva 2014/49/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 relativa ai sistemi di garanzia dei depositi (rifusione), G.U.U.E., L 173/149 del 12 giugno 2014.

[176] Direttiva 97/9/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 3 marzo1997 relativa ai sistemi di indennizzo degli investitori, G.U.U.E., N.L. 84/22 del 26 marzo 1997.

e) tutelare i fondi e le attività dei clienti[177].

Questi obiettivi sono posti sullo stesso piano di parità e compete all'autorità di risoluzione trovare un equilibrio tra di loro[178]. Tuttavia, sebbene non debbano essere perseguiti con la priorità con cui sono elencati nella norma[179], la finalità principale dell'azione di risoluzione è la prosecuzione della banca e la stabilità finanziaria del sistema, se necessario anche con un contributo pubblico, seppure contenuto il più possibile. Lo scopo della risoluzione ha, quindi, una portata molto più ampia della massimizzazione dell'attivo e della tutela dei creditori come avviene attraverso le ordinarie procedure di liquidazione delle imprese in dissesto[180]. L'interesse generale alla stabilità del sistema finanziario e di evitare turbolenze all'economia reale costituirà, in ultima analisi, il criterio ordinatore per la composizione di interessi connessi al perseguimento di obiettivi

---

[177] D. VATTERMOLI, *La risoluzione bancaria. I profili generali: struttura, natura funzioni*, cit., 668, ritiene dunque che "*la risoluzione deve dunque perseguire* anche *il miglio soddisfacimento dei creditori, che rientra così a pieno titolo tra gli* obiettivi necessari *della procedura, integrandone in ultima analisi la funzione giuridicamente rilevante*".

[178] Cfr. art. 31, par. 2, della Direttiva 2014/59/UE.

[179] Attribuisce un ruolo chiave all'ordine di elencazioni, evidenziando una differenza tra le scelte testuali effettuate dal legislatore italiano rispetto e quello europeo, G. W. ROMAGNO, *Disallineamenti in punto di obiettivi e principi della risoluzione fra la direttiva comunitaria 2014/59/UE e il relativo decreto di attuazione 180/2015*, in Vincenzo Troiano e Giovanni Maria Uda (a cura di), *La gestione delle crisi bancarie. Strumenti, processi, implicazioni nei rapporti con la clientela*, Milano, 2018, 120, secondo cui "*la tecnica redazionale impiegata nell'art. 21 del D.lgs. 180/2015 finisce inevitabilmente per delineare un sistema ove gli obiettivi della risoluzione appaiono dotati della identica dignità sotto il profilo assiologico. Al contrario, nella direttiva comunitaria il rigoroso ordine espositivo dei vari obiettivi della risoluzione [..] sembra volutamente delineare un sistema connotato da un interiore razionalità, connotato da una sorta di gerarchia o, meglio, di relazione di proporzionalità fra i vari elementi che lo compongono*".

[180] Cfr. D. FREUDENTHALER, *The BRRD – an Overview of its Scope, Objectives, Powers and Tools*, in Aa. Vv., *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, World Bank, 2017, 31.

che, nella concretezza dei fatti, possono risultare in conflitto tra di loro[181]. In ogni caso, sul piano formale, alla luce della già citata norma, che assegna all'autorità di risoluzione il potere di ponderare i diversi obiettivi in considerazione delle circostanze da affrontare, non sembra che le scelte da essa compiute nel senso di privilegiare un obiettivo piuttosto che un altro potranno essere oggetti di contestazione e addirittura alimentare un contenzioso giudiziario[182].

[181] Sul contrasto tra obiettivi cfr. H. DIETER, *The Resolution Authority: Governance and Conflicts of Interes*, in Aa. Vv., *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, World Bank, 2017, 43.

[182] Questa possibilità è ipotizzata da J. H. BINDER, *Resolution: Concepts, Requirements and Tools*, cit., 13, secondo cui, "*If and how the different objectives could ever be fully reconciled despite their heterogeneous nature, however, is open to doubt, which could, again, increase legal uncertainty and, possibly, also fuel litigation ex post [..] In this respect, much will depend on whether courts will come to accept that the objectives cannot, and should not, be construed as ranking equally, but that any application of the regime will inevitably require the relevant resolution authorities to strike a reasonable, necessarily discretionary balance between them. Should future case law insist on the strict equality of the objectives, these would inevitably become meaningless, as it would appear hardly possible to achieve all objectives to the same extent*".

4. Lo strumento del bail-in.

Il più importante strumento di risoluzione delle banche in crisi è il *bail-in*[183], disciplinato dagli articoli 43-58 della BRRD, che l'autorità di risoluzione potrebbe preferire, rispetto agli altri strumenti di risoluzione perché "*can provide a more credible, readily understood alternative*"[184]. La sua introduzione nell'ordinamento italiano, come anche in quello di altri Paesi, costituisce una novità assoluta, tanto che il legislatore non ha neppure "*provato a dare una traduzione italiana, lasciando l'oscuro nome inglese (si sono comportati in modo analogo, peraltro, molti dei legislatori europei)*"[185], con il rammarico

[183] Al riguardo cfr. v. A. GARDELLA, *Il bail-in e il finanziamento delle risoluzioni bancarie nel contesto del meccanismo di risoluzione unico*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, I, 2015, 587 ss.; L. DI BRINA, *«Risoluzione» delle banche e* «bail-in»*, alla luce dei principi della Carta dei diritti fondamentali dell'UE e della Costituzione nazionale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2015, II, 206 ss.; P. M. JOOSEN BART, *Bail In Mechanisms in the Bank Recover and Resolution Directive*, paper presented at the Netherlands Association for Comparative and International Insolvency Law Annual Conference (6 November 2014), http://ssrn.com/abstract=2511886; D. ROSSANO, *Nuove strategie per la gestione delle crisi bancarie: il bail-in e la sua concreta applicazione*, *ivi*, fasc. 3 suppl., 2015, 269 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del 'diritto dell'economia': il difficile equilibrio tra politica e finanza*, *ivi*, 2016, I, 1 ss., spec. 15 ss.; B. INZITARI, *BRRD, bail-in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. 180/2015)*, in *Riv. dir. banc.*, 2016, 1 ss.; F. DI LERNIA, *Le crisi bancarie alla luce del single resolution mechanism: la rivoluzione del* bail-in, in *Riv. trim. dir. econ.*, 1, 2016, suppl., 23 ss., spec. 29 ss; J. JENNINGS MARES, *The Bail-in Tool*, in Aa. Vv., *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, World Bank, 2017, 111 ss.; M. MATTEI GENTILI, *Il bail in: una risposta sbagliata ai dissesti bancari*, in *Banca impresa società*, n. 1, 2017, 23 ss.; E. RULLI, *Il Bail in. Il capitale (degli altri) come capitale di riserva*, in *Rivista bancaria - Minerva bancaria*, 2016; J. ZHOU, V. RUTLEDGE, W. BOSSU, M. DOBLER, N. JASSAUD e M. MOORE, *From Bail-out to Bail-in: Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions*, IMF Staff Discussion Note, 2012; D. VATTERMOLI, *Il bail-in*, cit., 2016; G. PRESTI, *Bail-in*, in *Banca Impresa Società*, 3, 2015, 339.

[184] S. GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, cit., 16.

[185] R. LENER, *Profili problematici del bail-in*, in *I quaderni di minerva bancaria*, 2016, 1.

dell'Accademia della Crusca[186] ma per il piacere degli organi di informazione[187]. L'origine dello strumento, e dello stesso termine, è fatto risalire alla pubblicazione di un articolo, di riflessione sul fallimento della banca Lehman Brothers, in cui il *bail-in* fu individuato come "*a potentially powerful "third option" [ ] between taxpayer bail-outs*

[186] Il gruppo *Incipit* dei linguisti che all'interno dell'Accademia della Crusca si occupa di neologismi e di termini stranieri impiegati nella lingua italiana, ha invitato gli operatori finanziari e dell'informazione a "*evitare, nell'uso e nelle comunicazioni con il largo pubblico, l'espressione tecnica inglese (peraltro derivata dallo slang) bail in, che può essere sostituita con vantaggio dal più chiaro* salvataggio interno. *Il salvataggio interno di una banca in difficoltà comporta l'uso forzoso di risorse dei clienti della stessa banca, diversamente dal* salvataggio esterno, *in inglese* bail out*, praticato in precedenza*"; tale gruppo ha fatto anche rilevare che le spiegazioni inviate dagli istituti di credito ai loro investitori e depositanti "*erano esageratamente lunghe, oscure e verbose: il termine inglese era in bell'evidenza in questi comunicati, mentre la traduzione italiana, se c'era, risultava difficile da individuare, benché sicuramente necessaria per comprendere davvero la sostanza dell'avviso*". Comunicato stampa de 8 febbraio 2016, consultabile all'indirizzo http://www.accademiadellacrusca.it/it/comunicato-stampa/gruppo-incipit-presso-laccademia-crusca-bail-linguaggio-banche. Sull'uso dei termini stranieri nella legislazione nazionale si veda anche S. MARCI (a cura di), *L'uso dei termini stranieri nei testi legislativi*, Senato della Repubblica, Servizio per la qualità degli atti normativi, Approfondimenti n. 1, giugno 2018, reperibile all'indirizzo https://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/01067665.pdf.

[187] G. B. PORTALE, *Dalla "Pietra del vituperio" al bail-in*, in *Riv. dir. comm.*, Vol. 115, Fascicolo 1, 2017, 21 ss. ritiene che la stampa "*esaltata forse dall'espressione inglese bail-in*" sia stato poco attenta a fornire una corretta informazione, "*tanto da fare (quasi) apparire che i creditori – specificatamente due categorie di questi: i titolari di obbligazioni subordinate e i depositanti –, nelle crisi bancarie, a momenti, vengano a trovarsi in ruoli invertiti rispetto a quanto accadeva al povero debitore fallito assoggettato «alla tradizione civile» del rito della «pietra del vituperio». Tutto questo perché la disciplina del «salvataggio interno» prevede la riduzione o la conversione in capitale dei diritti degli azionisti e dei creditori*", la citazione è ripresa da p. 10 s. del testo consultabile all'indirizzo https://studylibit.com/doc/952481/relazione---accademia-nazionale-dei-lincei. Critico sul ruolo della stampa anche G. PRESTI, *Bail-in*, in *Banca Impresa Società*, 2015, 3, 339, secondo cui "*Poche volte la stampa e la propaganda politica hanno dedicato tanta attenzione a un nuovo istituto giuridico come è avvenuto ultimamente per il bail-in; altrettanto raramente, tuttavia, l'interesse si è tradotto in disinformazione con l'effetto, non sempre preterintenzionale, di allarmare oltre il dovuto i clienti delle banche*".

(bad) or systemic financial collapse (probably worse)"[188]. In esso si ipotizzava che l'azzeramento dei diritti degli azionisti della banca, per l'intero valore di 25 miliardi di dollari statunitensi, e la ricapitalizzazione della banca con la conversione in azioni di 25 miliardi di dollari di azioni privilegiate e titoli di debito subordinato e del 15% dei 250 miliardi di titoli *senior* non garantiti avrebbe capitalizzato la banca per 43 miliardi e ridotto il costo del fallimento della banca di oltre 100 miliardi di dollari. Secondo questa ricostruzione gli altri investitori, i creditori e le controparti non sarebbero stati coinvolti nella liquidazione della banca.

Probabilmente proprio queste considerazioni hanno indotto i regolatori internazionali a elaborare una modalità alternativa all'intervento pubblico per la gestione dei dissesti bancari, che prevedesse di addossare i costi dei salvataggi principalmente, e innanzitutto, ad azionisti e creditori della banca. L'entrata in vigore della BRRD ha decretato in sostanza, il passaggio dal *bail-out* al *bail-in*, cioè da un intervento di salvataggio dell'ente in dissesto il cui costo era totalmente addossato ai contribuenti a uno in cui questo dovrà essere sostenuto, almeno in prima battuta, dai sottoscrittori del capitale, dagli investitori e dai titolari di depositi presso la banca. La speranza con cui si è proceduto a un tale innovazione è stata "*that this process works as smoothly as a recapitalization with government money—with no government money at risk*"[189]. Anche se queste due modalità costituissero soluzioni alternative comparabili per efficacia, nel salvataggio e nella ricapitalizzazione della banca in dissesto, i loro effetti per i creditori dell'ente potrebbero essere diametralmente opposti.

---

[188] P. CALELLO e W. ERVIN , *From bail-out to bail-in*, in *The Economist*, 28 gennaio 2010; cfr. E. BARRY e R. BARRY, *The Bail-In Problem: Systematic Goals, Ad Hoc Means*, NBER Working Paper No. 7653, 2000, https://www.nber.org/papers/w7653.pdf; N. ROUBINI, *Bail-ins, Bailouts, Burden Sharing and private Sector Involvement in Crisis Resolution: The G-7 Framework and Some Suggestions on the Open Unresolved Issues*, Stern School of Business, New York University, 2001, http://webcache.googleusercontent.com/search?q=cache:uVpq3Nyff4gJ:people.stern.nyu.edu/nroubini/papers/bailins.doc+&cd=1&hl=it&ct=clnk&gl=it&client=firefox-b-d.

[189] J. H. SOMMER, *Why Bail-In? And How*! in *Economic Policy Review*, Vol. 20, 2, 2014, 217.

Il *bail-in* non rappresenta tuttavia la soluzione a tutti i mali: un uso indiscriminato può infatti avere effetti contrari a quelli desiderati. Esso può costituire un efficace strumento per intervenire in un sistema finanziario che, sebbene interessato da squilibri e tensioni, presenti alcune situazioni puntuali di sofferenza. In un contesto di crisi diffusa, il ricorso al *bail-in* per ridare funzionalità al sistema senza il ricorso al sostegno pubblico[190], può rivelarsi un fattore di aggravamento della situazione e produrre effetti controproducenti, facendo, per esempio, venire meno la fiducia nel mercato e innescando fenomeni di fuga degli investitori e dei depositanti[191]. La sua efficacia si evidenzia perciò soprattutto nel

---

[190] In tal senso T. CORDELLA e E.L. YEYATI, *Bank bailouts: moral hazard vs. value effect*, in *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 12, 4, 2003, 300 ss., secondo i quali sarebbe addirittura opportuno che, in condizioni particolarmente gravi dell'economia, la banca centrale annunciasse preventivamente la disponibilità a salvare le banche in dissesto.

[191] E. AVGOULEAS e C. GOODHART, *An Anatomy of Banks Bail-ins. Why the Eurozone Needs a Fiscal Backstop for the Banking Sector*, cit., 81, ritengono che "*triggering the bail-in process is likely to generate a capital flight and a sharp rise in funding costs, whenever the need for large-scale recapitalizations becomes apparent. Creditors who sense in advance the possibility of a bail-in, or creditors of institutions with similar asset or regional characteristics will have a strong incentive to withdraw deposits, sell debt, or hedge their positions through the short-selling of equity or the purchase of credit protection at an ever-higher premium disrupting the relevant markets. Such actions could be damaging and disruptive, both to a single institution and potentially to wider market confidence*". Analoghe considerazioni sono state espresse anche da A. NIGRO, *Introduzione*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, 658, il quale rileva come a seguito dell'utilizzo della risoluzione delle quattro banche italiane, attorno allo strumento si sarebbe creato "*un clima di diffidenza o addirittura di ostilità*" che ha portato le autorità italiane a "*trovare o inventare strade che evitassero di adottare lo strumento della risoluzione*". Di questo avviso anche G. SANTONI, *La nuova disciplina della gestione delle crisi bancarie: da strumento di contrasto a generatore di sfiducia sistemica?*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2016, II, 619 s.

far fronte più che a dissesti generati da fattori esterni a crisi idiosincratiche più che sistemiche[192][193].

Con l'introduzione del *bail-in* il legislatore europeo persegue l'obiettivo di salvare la banca "*garantendo che gli azionisti e creditori dell'ente in dissesto sostengano perdite adeguate e si facciano carico di una quota adeguata dei costi derivanti dal dissesto dell'ente*"[194]. Il che rende difficile sostenere che "*A bail-in, by itself, is purely an*

---

[192] A. D. PERSAUD, *Why Bail-in Securities Are Fool's Gold*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief 14-23, 2014, 2, sostiene che "*Bail-in securities may make sense for an idiosyncratic bank failure — like the 1995 collapse of Baring Brothers, which was the result of a single rogue trader. But they do not make sense in the more common and intractable case where many banks get into trouble at roughly the same time as the assets they own go bad. On such occasions these securities, which may also have encouraged excessive lending, either will inappropriately shift the burden of bank resolution on to ordinary pensioners or, if held by others, will bring forward and spread a crisis. Either way they will probably end up costing taxpayers no less and maybe more*"; in maniera analoga anche G. BOCCUZZI e R. DE LISA, *Does Bail-in Definitely Rule out Bailout?* in *Journal of Financial Management Markets and Institutions*, vol. 5, n. 1, 93 ss. Per un più generale inquadramento della differenza tra le due tipologie di rischio nel settore finanziario si veda P. FELDHUTTER e M.S. NIELSEN, Systematic *and Idiosyncratic Default Risk* in Synthetic Credit Market, in *Journal of Financial Econometrics*, n. 10, 2012, 292 ss.

[193] E. AVGOULEAS e C. GOODHART, *An Anatomy of Banks Bail-ins. Why the Eurozone Needs a Fiscal Backstop for the Banking Sector*, cit., 87, ritengono che nel caso del dissesto di banche di rilevanza sistemica può essere pericoloso ricorre al "*bail-in when the risk is not idiosyncratic. Namely, the bail-in process could be used successfully to recapitalize domestic SIFIs, but only if the institution has failed due to its own actions and omissions (e.g., fraud)*". Nel caso in cui la crisi riguardi il sistema bancario di un Paese, o parte rilevante di esso, anche se esso è costituito da enti privi di rilevanza sistemica, si può verosimilmente ritenere che affidarne il risanamento al solo strumento del *bail-in* possa non risolvere il problema e anzi possa aggravarlo dando il via al noto fenomeno della corsa allo sportello e diffondendo la sfiducia tra investitori e risparmiatori.

[194] Considerando 67 della Direttiva 2014/59/UE. Il rischio delle perdite che possono subire dovrebbe dare "*agli azionisti e ai creditori degli enti un maggiore incentivo a vigilare sul buon funzionamento dell'ente in circostanze normali*" (Considerando 68). Il punto è evidenziato anche da A. DE ALDISIO , *La gestione delle crisi nell'Unione Bancaria*, 3, 2015, 413, secondo cui il bail-in consente di "*rafforzare la disciplina di mercato, favorendo il monitoraggio ex ante da parte degli investitori del profilo di rischio degli intermediari*". Al riguardo non va sottovalutato che, a prescindere dall'efficacia che gli si può attribuire, il monitoraggio degli azionisti e degli investitori sulla gestione della banca in cui hanno investito e reso

accounting adjustment"[195]. In realtà l'applicazione del *bail in* incide fortemente sui diritti patrimoniali degli azionisti e dei titolari delle passività della banca.

Sebbene non sia questa la sede per un approfondimento sull'argomento, occorre segnalare le perplessità manifestate da più autori circa la compatibilità del *bail in*, come disciplinato dalla BRRD e dal suo recepimento nella normativa italiana, con le norme sui diritti fondamentali garantiti dalla Costituzione italiana e dalla Convenzione europea per la salvaguardia dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali[196]. Anticipando i risultati dell'analisi che verrà condotta successivamente, la giurisprudenza che si è occupata della questione a seguito dei recenti interventi che si sono resi necessari nei confronti di alcuni istituti in dissesto, ha confermato la legittimità della nuova normativa in materia di risanamento e risoluzione degli istituti creditizi.

Il *bail-in* è definito come "*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*

---

difficile non solo dalla loro carenza di educazione finanziaria, ma anche e soprattutto dalla carenza di informazioni offerte dagli istituti di credito, sul punto, cfr. P. ROSSI, *L'educazione finanziaria ai tempi del bail in,* in *Democrazia e Sicurezza,* anno VII, n. 4, 2017, p.139 ss.; R. LENER, Il *cliente bancario di fronte al BAIL-IN: la* (*modesta*) *protezione delle regole di condotta,* in Raffaele Lener (a cura di), *Il bail-in*, Minerva bancaria, 2016; G. RIVOSECCHI, *Replica agli interventi*, Seminario interdisciplinare *Ragionando sull'introduzione dell'equilibrio di bilancio, tra incompiuta attuazione della riforma e anticipazioni della giurisprudenza costituzionale*, consultabile all'indirizzo http://www.forumcostituzionale.it/wordpress/wp-content/uploads/2016/04/rivosecchi-replica.pdf.

[195] S. GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, cit., 16.

[196] L. BARRA CARACCIOLO, *Profili di illegittimità costituzionale della c.d. Unione bancaria e del bail-in nel quadro della moneta unica,* Associazione italiana per lo studio delle asimmetrie economiche, Working paper, 2016, http://www.asimmetrie.org/wp-content/uploads/2016/05/AISWP201604.pdf; F. SALMONI, *Crisi Bancarie e incostituzionalità del bail-in*, in *Percorsi Costituzionali*, 1, 2017, 285 ss.; G. LIOTARD, *Si discute dell'incostituzionalità del bail-in*, in *Notai.it*, 5/8/2016, https://www.notai.it/news/00016312-si-discute-dell-incostituzionalita-del-bail-in.aspx; L. CUOCOLO, *Bail-in incostituzionale?*, in *lavoce.info*, 2016, https://www.lavoce.info/archives/42081/bail-in-incostituzionale/.

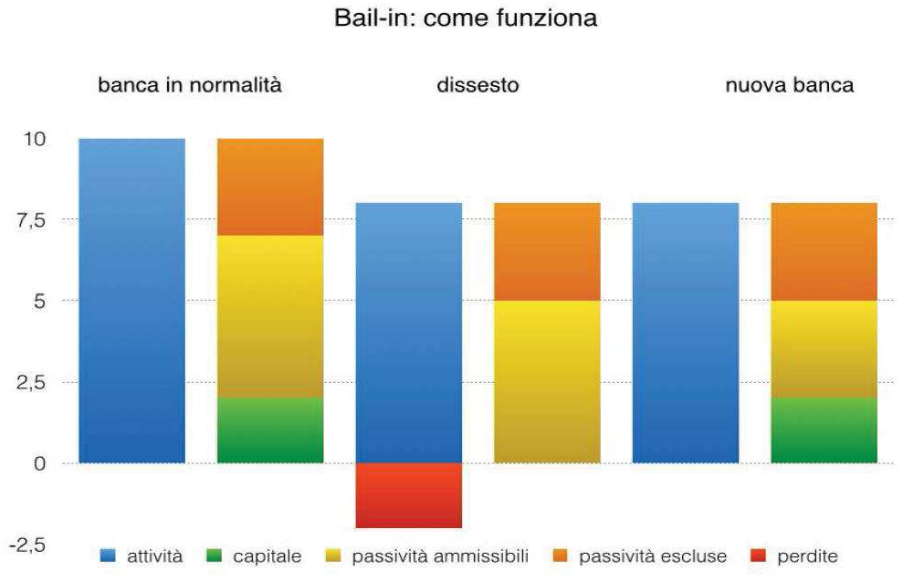
ente soggetto a risoluzione, secondo il disposto dell'articolo 43"[197]. Esso quindi consiste nella modalità più incisiva del *burden sharing*, che comporta, come meglio esplicitato nella definizione che ne dà il D. Lgs. 180/2015, "*la riduzione e la conversione in capitale dei diritti degli azionisti e dei creditori*"[198]. Il riferimento a questa norma delimita le finalità per le quali può essere applicato questo strumento, isolatamente o in combinazione con una delle altre misure della risoluzione. L'autorità di risoluzione può ricorrere all'applicazione del solo *bail-in* per ricapitalizzare la banca nella misura richiesta per rispettare le condizioni di autorizzazione, per metterla nelle condizioni di poter continuare nelle attività che è stata autorizzata a svolgere in base alla normativa europea in materia di accesso all'attività e di vigilanza prudenziale sugli enti creditizi, di cui alla direttiva 2013/36/UE, e di condizioni per l'autorizzazione e l'esercizio delle attività applicabili alle imprese di investimento previste dal titolo II direttiva 2014/65/UE sulla disciplina mercati degli strumenti finanziari, e per mantenere nel mercato una fiducia sufficiente nei confronti della banca stessa. L'applicazione del solo *bail-in* è possibile se vi è una ragionevole prospettiva non solo di raggiungere gli obiettivi della risoluzione, ma di risanare la banca riportandola ad una condizione di solidità finanziaria; se ne deduce a contrario, che lo strumento debba invece essere applicato in combinazione con le altre misure della risoluzione nell'ipotesi in cui la sua applicazione da solo non dovesse permettere di raggiungere tali obiettivi.

[197] Cfr. art. 2, par. 1, punto 57, della Direttiva 2014/59/UE. La stessa definizione è riportata all'art. 3, par. 1, punto 33, del Regolamento (UE) N. 806/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 luglio 2014.

[198] Cfr. art. 1, c. 1, lett. g, del d. lgs. 16 novembre 2015, n. 180.

4.1. Il funzionamento dello strumento.

Per rendere di immediata comprensione l'operatività del meccanismo del *bail-in* può essere utile far riferimento al grafico con il quale esso è sintetizzato dalla Banca d'Italia[199].



Nei primi due segmenti a sinistra del grafico l'attivo e il passivo patrimoniale della banca sono in equilibrio. Nei due segmenti centrali l'attivo registra una perdita pari all'esatto valore degli strumenti di capitale della banca. Il capitale di partenza deve perciò essere azzerato per ricreare la parità tra passivo e attivo e la banca deve essere ricapitalizzata al livello richiesto per conservare l'autorizzazione a proseguire le attività[200]. Quest'ultima operazione richiede la conversione di un ammontare di passività in capitale che può essere

[199] BANCA D'ITALIA, *Che cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie*, https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2015/gestione-crisi-bancarie/index.html#faq8761-11.

[200] Per un riferimento a schemi contabili semplificati del funzionamento del *bail-in*, cfr. T. PHILIPPON e A. SALORD, *Bail-ins and Bank Resolution in Europe: A Progress Report Geneva Reports on the World Economy*, Special Report 4, International Center for Monetary and Banking Studies, 2017, 27 ss.; R. MORETTI, R. DE LISA, M. DE CESARE e F. PLUCHINO, *La gestione delle crisi delle banche e i ruoli dei fondi di garanzia: casistica europea e inquadramento degli interventi di sostegno del FITD*, *FITD, Working papers n. 13,* 2014, 26 ss.

anche superiore all'importo del capitale azzerato nel caso di perdita più elevata di quest'ultimo importo. Il grafico esaminato evidenzia la struttura del passivo patrimoniale della banca che deve essere considerata ai fini dell'applicazione del *bail-in*. A questo scopo la peculiarità che va sottolineata è la divisione delle passività nelle due distinte sezioni di quelle ammissibili e di quelle non ammissibili alla svalutazione e conversione per l'applicazione del bail-in. Sulle passività non ammissibili si tornerà in seguito. Ciò che si deve evidenziare è che le passività che possono essere azzerate e convertite sono definite solo per differenza, segregando dal totale delle passività quelle che non sono ammissibili. Se sul piano della sequenza formale le passività ammissibili emergono solo successivamente all'individuazione di quelle non ammissibili, sul piano sostanziale, quello della quantificazione, in ragione della loro complementarietà – essendo parte di un'unica complessiva massa di passività – i rispettivi importi vengono definiti contestualmente (su questa complementarietà si tornerà in seguito).

La determinazione delle passività ammissibili chiama in causa la valutazione disciplinata dall'art. 36 della BRRD che deve precedere l'avvio di qualunque azione di risoluzione. Un esperto nominato dall'autorità di risoluzione, ma indipendente da essa nonché da qualsiasi altro ente pubblico e ovviamente dalla banca interessata, deve fornire una valutazione equa, prudente e realistica delle attività e passività dell'ente da vagliare. Con particolare riferimento alla sua funzione nel caso dell'applicazione del bail-in, la valutazione deve "*orientare la decisione sull'estensione della svalutazione o della conversione delle passività ammissibili*"[201], in sostanza la decisione dell'autorità di risoluzione sull'ammontare della riduzione e conversione necessaria per pareggiare le perdite e ripristinare i requisiti prudenziali. Per quanto qui ora interessa, alla valutazione viene assegnato un altro rilevante compito: indicare la priorità, applicabile in base alle norme di diritto fallimentare, con le quali le diverse categorie di creditori devono partecipare al *bail-in*. Inoltre, l'esperto indipendente deve stimare anche il trattamento che ogni classe di azionisti e creditori avrebbe potuto ricevere nell'ipotesi di liquidazione della banca con una procedura ordinaria di insolvenza. Naturalmente qualora questa valutazione *ex ante* risultasse, a seguito della valutazione *ex post* prevista dall'articolo 74

[201] Cfr. art. 36, par. 4, lett. d), della Direttiva 2014/59/UE.

della BRRD, aver sottovalutato quel trattamento o sopravvalutato le necessità del *bail-in*, questo non deve pregiudicare l'applicazione del *no creditor worse off*, che costituisce un principio chiave della risoluzione (e di cui si dirà in seguito).

La svalutazione e la conversione delle passività ammissibili, deve essere condotta dalle autorità di risoluzione secondo l'ordine gerarchico del sacrificio stabilito dalla procedura ordinaria di liquidazione[202]. Oltre ad una gerarchia tra classi di titoli di capitale e delle altre passività si può stabilire anche una priorità tra gli interventi di azzeramento e di conversione: quest'ultima tipologia di interventi "*potrà essere attivata solo quando le perdite sono state azzerate o non vi sono perdite*"[203][204].

---

[202] Il recepimento della BRRD, e quindi il rispetto dei risultati previsti da questa specifica norma, da parte dei singoli Stati, non necessariamente implica che la gerarchia del sacrificio delle diverse classi di passività sia la stessa nei diversi Paesi, dipendendo essa dalle priorità previste dalle loro rispettive leggi di liquidazione ordinaria. Per una semplificazione dell'effettiva gerarchia nei principali Paesi dell'Unione cfr. S. COZZOLINO, P. GUIDA, D. MANZI e M. ROMANIN, *Il recepimento della Brrd nei paesi dell'Unione europea*, in Aiaf-Cfa, *BRRD e Bali-In. Implicazioni per l'analisi del settore finanziario e implicazioni per l'investitore*, Milano, 2017, 31 ss.

[203] V. TROIANO, *La conversione di Strumenti azioni: aspetti proprietari e goverance*, in V. Troiano e G. M. Uda (a cura di), *La gestione delle crisi bancarie. Strumenti, processi, implicazioni nei rapporti con la clientela*, Milano, 2018, 227.

[204] Il dissesto (o il rischio di dissesto) della banca non necessariamente deve derivare da uno squilibrio di ordine finanziario o patrimoniale. La banca può non registrare una perdita ed essere ugualmente considerata in dissesto o a rischio dissesto se, come stabilito all'art. 17, c. 2, lett. a), del d. lgs. 180/2015*, "risultano irregolarità nell'amministrazione o violazioni di disposizioni legislative, regolamentari o statutarie che regolano l'attività della banca di gravità tale che giustificherebbero la revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività*". Il recepimento nella normativa italiana delle specifiche norme della BRRD che definiscono la condizione di dissesto della banca, esplicita la possibilità che oltre al dissesto patrimoniale e a quello finanziario esiste anche un dissesto regolamentare, sul punto cfr. B. INZITARI, *BRRD, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. 180/2015)*, in *Ildirittodegliaffari.it*, 2016, 7 ss. http://www.ildirittodegliaffari.it/upload/articoli/20160517100055_BRRD.pdf.

Riguardo alla svalutazione e conversione, l'ABE ha elaborato alcuni orientamenti di ordine molto generale[205], con cui si suggerisce all'autorità di risoluzione di definire il trattamento degli azionisti e dei possessori degli altri titoli di proprietà della banca sulla base della stima del suo patrimonio netto effettuata ai fini della fattibilità risoluzione e delle condizioni per il rispetto del principio del *no creditor worse off*. Considerando la valutazione del patrimonio netto contestualmente sia ai fini della risoluzione, *ex* art. 36, par, 4, lett. da b) a g) e par. 8, con riferimento all'ipotesi di liquidazione ordinaria, possono evidenziarsi tre situazioni: 1) in entrambe le valutazioni il patrimonio netto è negativo; 2) in entrambe le valutazioni il patrimonio netto è positivo o pari a zero; 3) il patrimonio netto è positivo ai fini della risoluzione e negativo o pari a zero ai fini del *no creditor worse off*.

Nel primo caso le azioni o gli altri titoli di proprietà emessi dall'ente dovrebbero esse cancellati (o trasferite, nel caso ad altri strumenti della risoluzione che rendono possibile il trasferimento); essi non possono conservare una parte del loro valore, qualora l'autorità di risoluzione volesse coprire una quota delle perdite della banca svalutando, anche solo in parte, i titoli detenuti dai creditori che nelle procedure di insolvenza ricevono una maggiore tutela rispetto alle azioni e ad altri titoli di proprietà. La salvaguardia di una parte del valore delle azioni compensata dalla svalutazione di titoli di rango superiore non rifletterebbe la gerarchia della svalutazione e conversione delle passività ammissibili prevista dell'art. 48 della BRRD (nonché con la sequenza stabilita dalle lett. a) e b) c. 1, art. 34).

Qualora la banca, seppure in crisi, registrasse un patrimonio netto positivo, il costo del *bail-in* dovrebbe essere sopportato dagli azionisti con un azzeramento parziale dei loro titoli, il cui ammontare non dovrebbe essere superiore a quanto necessario affinché il loro valore sia almeno pari a quello del patrimonio netto dell'ente; un sacrificio superiore non sarebbe giustificabile, considerato che si stima che anche nell'ipotesi di applicazione della

[205] Cfr. AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti definitivi sul trattamento degli azionisti nel bail-in o nella svalutazione o conversione degli strumenti di capitale*, EBA/GL/2017/04, 11/07/2017, https://eba.europa.eu/documents/10180/1904221/Guidelines+on+the+treatment+of+shareholders+in+bail-in+%28EBA-GL-2017-04%29_IT.pdf/3955e84f-2701-46e5-8e81-bb762c89fa0e

liquidazione coatta amministrativa i sottoscrittori del capitale della banca non avrebbero perduto tutto il loro patrimonio.

Nel terzo risultato della valutazione ipotizzato dall'ABE, il compito dell'autorità della banca è complesso e la sua responsabilità maggiore. In questo caso è, infatti, possibile "*scegliere tra un ventaglio più ampio di opzioni, ovvero: a) la cancellazione o il trasferimento totale; b) la cancellazione o il trasferimento parziale; c) la diluizione". […] le autorità di risoluzione dovrebbero valutare attentamente quale delle suddette opzioni sia la più rispondente ai principi e alle salvaguardie della direttiva BRRD e permetta di conseguire gli obiettivi della risoluzione*"[206]. La decisione che l'autorità di risoluzione assumerà nella realtà dipenderà, verosimilmente, dall'affidabilità che essa attribuisce delle due valutazioni del patrimonio netto della banca. Per procedere alla cancellazione (*bail-in*) o al trasferimento (altri strumenti della risoluzione) totale delle azioni e di altri titoli di proprietà della banca, dovrebbe ritenere più plausibile la valutazione del patrimonio netto a zero o negativo che risulterebbe sottoponendo la banca in crisi alla liquidazione, che non la valutazione che lo ritiene positivo ai fini della risoluzione. In questo caso, infatti, l'annullamento totale delle azioni non sarebbe incompatibile con il rispetto del principio *del no creditor worse off*. Più delicato può diventare il quadro delle compatibilità con l'applicazione della cancellazione o trasferimento parziale e della diluizione[207], opzioni tra loro non alternative.

---

[206] AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti definitivi sul trattamento degli azionisti nel bail-in o nella svalutazione o conversione degli strumenti di capitale*, cit., 5.

[207] Secondo AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti definitivi sul trattamento degli azionisti nel bail-in o nella svalutazione o conversione degli strumenti di capitale*, cit., 5, nt. 4, "*per «cancellazione/trasferimento parziale» si intende l'atto di combinare la diluizione di cui all'articolo 47, paragrafo 1, lettera b), con la «cancellazione» o il «trasferimento» di cui all'articolo 47, paragrafo 1, lettera a), senza cancellare o trasferire la totalità degli strumenti (sicché gli azionisti e i detentori di altri strumenti mantengono parte del valore). Un trasferimento parziale può essere effettuato anche mediante un frazionamento azionario volto a creare azioni addizionali, che vengono poi trasferite ai detentori di strumenti di capitale o ai creditori*".

4.2. La gerarchia del sacrificio e di conversione delle passività.

I primi a sopportare i costi del superamento della crisi della banca devono essere, nell'ordine, i detentori a) di strumenti rappresentati degli elementi di capitale primario di classe 1 dell'ente; b) di strumenti aggiuntivi di classe 1; c) di strumenti di classe 2; d) delle altre passività subordinate non computate nelle categorie precedenti; e) e, per ultimi, delle restanti passività ammissibili. Le riserve, le azioni e gli altri strumenti finanziari computabili nel capitale primario di classe 1, possono essere, evidentemente solo svalutati, con conseguente estinzione dei relativi diritti amministrativi e patrimoniali. Tutte le restanti categorie di passività possono essere svalutate e convertite. In caso di una loro conversione gli strumenti aggiuntivi di classe 1 sono trasformati in strumenti di classe 1 e quelli di classe 2 in strumenti aggiuntivi di classe 1[208]. Naturalmente qualora la conversione, totale o parziale, degli strumenti di capitale in questione fosse sufficiente a raggiungere gli obiettivi della risoluzione[209], non sarebbe necessario procedere nella svalutazione e conversione delle altre categorie di passività. Resta la necessità per l'autorità di risoluzione di procedere alla conversione delle passività di una classe di rango inferiore è necessario aver prima convertito tutte quelle della classe di rango inferiore[210].

L'autorità di risoluzione deve assumere le sue decisioni, al riguardo, sulla base di un principio di necessità e proporzionalità. Questo è un aspetto di particolare rilevo nell'applicazione del *bail-in*, perché è dalla proporzionalità con cui si chiede di partecipare ai costi della ristrutturazione dell'ente che discende il livello di sacrificio dei diritti dei possessori delle diverse classi di passività. Un parametro di riferimento della

---

[208] Per effettuare la conversione degli strumenti di capitale aggiuntivi di classe 1 l'autorità di risoluzione può imporre alla banca di emettere strumenti di capitale di classe 1 da attribuire ai possessori dei titoli convertiti, cfr. art. 60, par. 3, della BRRD, al quale si rinvia anche per le condizioni di emissione e delle modalità di conversione dei titoli.

[209] L. STANGHELLINI, *La gestione delle crisi bancarie. La tradizione italiana e le nuove regole europee*, cit. 332, classifica come "*write-down risolutivo*" il superamento del dissesto o del rischio del dissesto mediante la cancellazione e successiva conversione dei soli strumenti di capitale; sul punto cfr. anche C. BRESCIA MORRA, *La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa, in Banca Impresa Società*, 2015.

[210] D. VATTERMOLI, *Il bail-in*, cit., 533.

proporzionalità può diventare il tasso di conversione del debito in capitale. "*Le autorità di risoluzione possano applicare tassi di conversione diversi a classi diverse di strumenti di capitale e passività*"[211]. Il legislatore europeo non obbliga ad applicare tassi di conversione differenziati. Pertanto, l'autorità di risoluzione nell'applicare il *bail-in* (o il *write down*) può anche applicare lo stesso tasso a tutte le classi di passività purché persegua gli obiettivi della risoluzione, rispetti la sequenza della svalutazione e conversione prevista dall'ordinamento e assicuri le tutele previste per i detentori delle passività. Naturalmente queste condizioni devono essere rispettate anche nel caso in cui l'autorità di risoluzione propendesse per l'applicazione di tassi diversificati, anche per garantire il rispetto del principio del *no creditor worse off*[212]; possibilità quest'ultima che può essere esercitata, applicando il tasso definito per ciascuna classe proporzionalmente al valore della passività di ogni detentore[213], solo nel rispetto di almeno uno di questi due principi, contenuti rispettivamente nei par 2 e 3 dell'art. 50:

"*2. Il tasso di conversione compensa adeguatamente il creditore interessato per perdite subite a causa dell'esercizio del potere di svalutazione e di conversione.*

3. Se si applicano tassi di conversione diversi conformemente al paragrafo 1, il tasso di conversione applicabile alle passività ritenute di primo rango in virtù del diritto fallimentare applicabile è maggiore di quello applicabile alle passività subordinate".

La BRRD non contiene norme per rendere operativi questi principi, demandando all'ABE la definizione delle modalità per compensare adeguatamente i creditori interessati dalla conversione di criteri per l'individuazione di tassi di conversione adeguati a rispecchiare il privilegio delle passività di primo rango in base alla normativa sulla procedura di liquidazione applicabile. In base agli *Orientamenti* dell'ABE[214] l'autorità di risoluzione

---

[211] Cfr. art. 50, par. 3, della Direttiva 2014/59/UE.

[212] P. ROSSI, *Banking resolution e tutela del risparmio, tra bail out e bail in,* cit., 22

[213] Cfr. C. HADJIEMMANUIL, *Bank stakeholders' mandatory contribution to resolution financing: principle and ambiguities of bail-in*, cit., 236 ss.

[214] AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti definitivi sul tasso di conversione del debito in capitale nel bail-in*, EBA/GL/2017/03, 11/07/2017,

nella determinazione dei tassi di conversione deve seguire i due principi guida secondo cui nessun creditore deve essere svantaggiato in maniera superiore a quanto sarebbe avvenuto in caso di liquidazione dell'ente e deve essere rispettata la gerarchia dei creditori. Le indicazioni dell'ABE per dare attuazione ai due principi appena richiamati, non forniscono specifici ausili tecnici per la loro applicazione. Su un punto il documento dell'ABE può costituire un ausilio per sopperire alla mancanza di indicazioni che si riscontra nella BRRD per l'individuazione delle classi di strumenti di capitale e di passività che dovrebbero essere oggetto dell'applicazione dei diversi tassi di conversione. Al riguardo l'ABE specifica che i suoi *Orientamenti* devono essere riferiti a tassi di conversione differenziati per classi di strumenti che "*differiscono in base al rango rivestito nella gerarchia dei creditori ai fini delle relative procedure nazionali di insolvenza in virtù della legge o delle previsioni contrattuali. Non è prevista invece la definizione di tassi di conversione differenziati per classi di strumenti che differiscono, ad esempio, in base al loro trattamento contabile o normativo, ma non in base al rango rivestito nella gerarchia dei creditori ai fini delle relative procedure nazionali di insolvenza*"[215]. Implicitamente se ne deduce che l'autorità di risoluzione, per le finalità qui all'attenzione, dovrebbe individuare le classi di strumenti di capitale e di passività sulla sola base della gerarchia dei creditori.

Per i detentori di strumenti di capitale pertinenti, la diluizione, nel caso in cui è possibile, è meno lesiva dei loro diritti rispetto alla svalutazione del valore nominale dei titoli. La svalutazione, infatti, comporta la riduzione permanente del valore nominale del titolo (salvo l'eventuale rimborso a seguito di riduzione del fabbisogno di capitale inizialmente previsto) e il suo possessore non può rivendicare su di esso alcun diritto, salvo quelli già maturati o nascenti da un esercizio illegittimo del potere di svalutazione. A fronte della riduzione del valore nominale apportata ai titoli, ai loro detentori non è data alcuna compensazione, salvo che non si tratti di strumenti aggiuntivi di classe 1, ai quali si

---

https://eba.europa.eu/documents/10180/1903962/Guidelines+on+the+rate+of+conversion++%28EBA-GL-2017-03%29_IT.pdf/1da31f1a-182f-4194-97f0-a98373a3201c.

[215] AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti definitivi sul tasso di conversione del debito in capitale nel bail-in*, cit., 3 s.

applicano le stesse disposizioni viste più sopra per la loro conversione[216] (e quindi la loro svalutazione può essere compensata dall'attribuzione ai loro detentori di strumenti del capitale primario di classe 1).

4.3. Il requisito minimo di passività ammissibili (il c.d. MREL).

Con la selezione nel piano di risoluzione delle passività rispetto alle quali l'autorità di risoluzione può esercitare una discrezionalità condizionata di esclusione, vengono automaticamente, e in via residuale, individuate anche le passività che possono essere assoggettate a conversione o riduzione. In sostanza sono considerate ammissibili tutte le passività che non rientrano tra quelle escluse.

Naturalmente la presenza di passività ammissibili risulta necessario per garantire il buon esito della risoluzione. In caso contrario infatti, in ragione del divieto di fare ricorso a fondi pubblici, non rimarrebbe altra strada che procedere alla liquidazione dell'istituto.

In sede di formulazione del piano di risoluzione, l'autorità di risoluzione deve ipotizzare quale potrebbe essere l'ammontare possibile delle perdite che la banca potrebbe accusare in caso di crisi e individuare risorse finanziare dello stesso ammontare, con cui ripianare le perdite e ricapitalizzare l'ente. A tal fine "*gli Stati membri provvedono a che gli enti soddisfino in qualsiasi momento un requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili*"[217], abitualmente indicato con l'acronimo MREL che sintetizza l'espressione in lingua inglese *Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities.* La sua funzione è stata efficacemente così descritta: "*metaforicamente, si potrebbe dire che la banca deve già avere, prima di un'eventuale crisi, milizie pronte a sacrificarsi in misura sufficiente a mantenere la continuità delle funzioni essenziali*"[218]. Si può osservare, per

[216] Cfr. art. 60, par. 2, lett. b) e par 3, della Direttiva 2014/59/UE.

[217] Cfr. art. 45, par. 1, della Direttiva 2014/59/UE.

[218] L. STANGHELLINI, *La gestione delle crisi bancarie. La tradizione italiana e le nuove regole europee*, cit. 331.

proseguire nella metafora, che quanto più ampia è l'armata della diserzione costituita dalle passività escluse, tanto più deve crescere quella delle milizie da sacrificare[219].

L'ammontare delle passività computabili ai fini della determinazione del requisito minimo è calcolato come l'importo dei fondi propri e delle passività ammissibili, espresso in percentuale delle passività e dei fondi propri totali dell'ente[220]. Il legislatore europeo ha ritenuto di non fornire alcuna indicazione circa tale percentuale, verosimilmente in ragione dell'eterogeneità degli enti, demandando questo compito alle autorità competenti dei diversi Stati membri. Il requisito minimo deve pertanto essere determinato, dall'autorità di risoluzione in maniera individuale per ogni singolo ente. Il suo ammontare deve essere calcolato considerando:

1) l'esigenza di assicurare che l'ente possa essere assoggetto a risoluzione, anche in caso di *bail-in*;
2) che occorre garantire, in caso di *bail-in*, che l'ente abbia sufficienti passività ammissibili per assorbire le perdite e per ripristinare il coefficiente di capitale primario di classe 1 a livello sufficiente per continuare a rispettare le condizioni di autorizzazione e per conservare la fiducia del mercato;

---

[219] Cfr. AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *EBA FINAL Draft Regulatory Technical Standardsoncriteria for determining the minimum requirement for own funds and eligible liabilities under Directive 2014/59/EU*, 2015, 10, richiama l'attenzione sui rischi di contenzioso che possono derivare dalla relazione tra requisito minimo e passività escluse: "*Additionally, exclusion of liabilities from loss increases the amount of loss or recapitalization which must be borne by other liabilities. If a sufficiently large amount of excluded liabilities rank equal to or junior to in terms of insolvency any liabilities which are bailed in, this could result in holders of bailed-in liabilities receiving worse treatment than in insolvency, and so being eligible for compensation. The draft RTS propose the principlethat the MREL should be set to avoid such a risk of compensation arising, but it leaves the resolution authority to determine whether this is best done by increasing the MREL, requiring part of the MREL to be met through contractual bail in instruments, as permitted under Article 45(13) of the BRRD, or through alternative measures to remove impediments to resolvability*". Oltre alle pretese di indennizzo da parte dei detentori di passività non escluse, L. STANGHELLINI, *ult. op. cit.*, 331, ritiene "*possibile prefigurare l'emergere, nel prossimo futuro, di una tensione, fra l'autorità da un lato e le singole banche dall'altro, in materia di determinazione del livello di MREL che ciascuna di essere deve raggiungere*".

[220] Cfr. art. 45, par. 1, della Direttiva 2014/59/UE.

3) la necessità di garantire che, se il piano di risoluzione ha escluso delle classi di passività ammissibili, l'ente abbia ulteriori e sufficienti passività ammissibili per consentire l'assorbimento delle perdite registrate e il ripristino del coefficiente di capitale primario di classe 1;
4) la dimensione, il modello di business e di finanziamento dell'ente nonché il suo profilo di rischio;
5) la misura in cui il sistema di garanzia dei depositi potrebbe concorrere al finanziamento della risoluzione;
6) le conseguenze negative del dissesto dell'ente sulla stabilità finanziaria e il rischio di contagio che ne possono derivare in ragione dei rapporti esistenti tra la banca e gli altri enti[221].

In assenza di indicazioni su un livello minimo o comune del MREL si può ritenere che "*for banks that will be resolved, the prior 8% bail-in requirement that applies before the use of the resolution fund or public support is to be considered*"[222]. Su questo punto la scelta del Parlamento europeo differisce da quella del Financial Stability Board. Questo organismo, istituito con il compito di monitorare il sistema finanziario mondiale, nel novembre 2015, in attuazione di una raccomandazione del G20 di St. Petersburg del 2013[223], ha introdotto un requisito denominato *Total Loss absorbing Capacity* (TLAC)[224],

---

[221] Cfr. art. 45, par. 6, della Direttiva 2014/59/UE.

[222] G. MERC, *The minimum requirement for own funds and elegibleliabilitles (Mrel)*, in Aa. Vv., *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, World Bank, 2017, 83 ss.

[223] Nella dichiarazione finale dei leaders al punto 68 si legge: "*We call on the FSB, in consultation with standard setting bodies, to assess and developproposals by end-2014 on the adequacy of global systemically important financial institutions' loss absorbing capacity when they fail*". G20 *Leaders' Declaration,* September 6, 2013, St Petersburg, consultabile all'indirizzo http://www.g20.utoronto.ca/2013/Saint_Petersburg_Declaration_ENG.pdf.

[224] FINANCIAL STABILITY BOARD, *Principles on Loss-absorbing and RecapitalisationCapacity of G-SIBs in Resolution – Total Loss absorbing Capacity (TLAC) Term Sheet*, 2015, consultabile all'indirizzo https://www.fsb.org/wp-content/uploads/TLAC-Principles-and-Term-Sheet-for-publication-final.pdf; successivamente il FSB ha elaborato un documento che contiene dei principi guida per assistere le autorità che devono applicare i meccanismi e gli standard TLAC, ID., *GuidingPrinciples on the Internal Total Loss-*

avente sostanzialmente la stessa funzione del MREL, che individua i parametri per determinazione l'ammontare delle passività convertibili e svalutabili con cui, in caso di risoluzione dell'ente, assorbire le perdite. L'applicazione dei criteri e delle percentuali[225] predefinite dal FSB consentono di calcolare per ogni ente un livello minimo di passività sacrificabili. Il TLAC si applica a tutte, e sole, le banche che hanno rilevanza sistemica[226], e non alla generalità degli enti, come avviene con il MREL[227], ma il suo calcolo non lascia alcuna discrezionalità all'autorità di vigilanza.

---

absorbingCapacityf G-SIBs ('Internal TLAC'), 2017, consultabile all'indirizzo: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P060717-1.pdf.; sull'attuazione dello standard e sulla sua adeguatezza ad assicurare l'assorbimento delle perdite e la ricapitalizzazione delle banche globali sistemiche importanti, si veda lo studio, commissionato dal Fsb, BPI- GFMA-IIF, *Monitoring the Technical Implementation of the FSB Total Loss-AbsorbingCapacity (TLAC) Standard*, 2018, reperibile all'indirizzo: https://www.afme.eu/globalassets/downloads/consultation-responses/gfma-bpi-comment-letter-on-technical-implementation-of-tlac.pdf. Per un'illustrazione del TLAC, cfr. L. AMORELLO, *Total-Loss Absorbing Capacity (TLAC): breve introduzione al nuovo standard prudenziale definito dal Financial Stability Board per le banche a rilevanza sistemica globale*, in *Riv. dir. banc.*, 2015, http://www.dirittobancario.it/news/requisiti-patrimoniali/total-loss-absorbing-capacity-tlac-breve-introduzione-nuovo-standard-prudenziale.

[225] I livelli minimi delle passività destinate all'assorbimento delle perdite delle banche di rilevanza sistematica globale sono così definiti dal FSB al punto 4 *Calibration of minimum Tlac*, del *Termsheet* dei citati Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity: "*Minimum TLAC must be at least 16% of the resolution group's RWAs ("TLAC RWA Minimum") [RWA: Risk Weighted Assets]as from 1 January 2019 and atleast 18% as from 1 January 2022. This requirement does not include any applicable regulatory capital (Basel III) buffers, which must be met in addition to the TLAC RWA Minimum. Minimum TLAC must be at least 6% of the Basel III leverage ratio denominator ("TLAC LRE Minimum") as from 1 January 2019. As from 1 January 2022, the TLAC LRE Minimum must be atleast 6.75% of the Basel III leverage ratio denominator. This requirement does not limit authorities' powers to set a requirement above the common minimum or put in place buffers in addition to the TLAC LRE Minimum*".

[226] Sull'origine del TLAC come strumento per contenere I costi sui contribuenti degli istituti *Too-Big-To-Fail*, cfr. P. G. BRIERLY, *Ending Too-Big-To-Fail: Progress Since the Crisis, the Importance of Loss-Absorbing Capacity and the UK Approach to Resolution,* in *European Business Organisation Law Review*, 18(3), 2017, 457 ss.

[227] Per le similitudini e le differenze tra MREL e TLAC, cfr. A. DE ALDISIO, *La gestione delle crisi nell'Unione Bancaria*, in *Banca Impresa Società*, 2015, 3, 418; J. CARMASSI e G. DI GIORGIO, *L'impatto*

Il legislatore europeo ha demandato all'Autorità Bancaria Europea l'elaborazione di criteri per la determinazione del requisito minino di passività ammissibili. L'ABE, li ha specificati in un suo documento, del luglio 2015[228], "*in order to achieve an appropriate degree of convergence in how they are applied and interpreted across Member States,*

---

del bail-in sulla rete di protezione finanziaria, in A.G.E., 2, 2016, 308 ss.; G. BOCCUZZI, *Il regime speciale della risoluzione bancaria. Obiettivi e strumenti*, Bari, 2018, 175 ss.; E. HÜPKES, *Adequateloss-absorbing and recapitalisationcapacity of G-SIBs in resolution*, in ECB, *From Monetary Union to Banking Union, on the way to Capital Markets Union New opportunities for Europeanintegration*, Legal Conference 2015, 1-2 2015, 202 ss.; C. M. STIEFMÜLLER, *TLAC/MREL: Making failure possible*?, in *Finance Watch Policy Brief*, 2016; AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Final Draft Regulatory Technical Standardsoncriteria for determining the minimum requirement for own funds and eligible liabilities under Directive 2014/59/EU,* 03 July 2015, EBA/RTS/2015/05, 12 s., consultabile all'indirizzo internet: https://eba.europa.eu/documents/10180/1132900/EBA-RTS-2015-05+RTS+on+MREL+Criteria.pdf; ID., *Interim Report on Mrel. Report on implementation and design of the Mrel frame work*, ,EBA-Op-2016-12, 19 July 2016, 83 ss., reperibile all'indirizzo internet: https://eba.europa.eu/documents/10180/1360107/EBA+Interim+report+on+MREL; A.C. HÜSER – G. HALAJ, C. KOK, C. PERALES e A. VAN DE KRAAIJ, *The systemic Implications of Bail-in: A Multi Layered Network Approach*, Working Paper Series, European Central bank, n. 2010, 2017; M. MIKOSEK, *Free market in death? Europe's new bail-in regime and its impact on bank funding*, Deutsche Bank Research, EU monitor, Global financial markets, 2016, reperibile all'indirizzo internet: https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD0000000000441781/Free_market_in_death%3F_Europe%E2%80%99s_new_bail-in_regime_.pdf, PARLAMENTO EUROPEO, *Loss absorbing capacity in the Banking Union: TLAC implementation and MREL review*, 7 July 2016, reperibile all'indirizzo internet: http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/574408/IPOL_BRI(2016)574408_EN.pdf.

[228] Cfr. AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Final Draft Regulatory Technical Standards on criteria for determining the minimum requirement for own funds and eligible liabilities under Directive 2014/59/EU,* cit., 6 ss. Nel 2017, l'ABE ha specificato i formati, i modelli e le definizion uniformi che le autorità di risoluzione devono adottare quando trasmettono alla stessa ABE le informazioni relative ai requisiti minimi, cfr. ID., *Final ReportDraft Implementing Technical Standards on procedures and templates for the identification and transmission of information by resolution authorities to the EBA, on minimum requirements for own funds and eligible liabilities under Article 45(17) of Directive 2014/59/EU*, EBA/ITS/2017,06, 05/09/2017, 1, consultabile all'indirizzo internet: https://eba.europa.eu/documents/10180/1946494/Draft+ITS+on+MREL+%28EBA-ITS-2017-06%29.pdf/98e42991-a043-4d89-aaf3-06226d7ecb17.

and ensure that similar levels of MREL are set for institutions with similar risk profiles, resolvability, and other characteristics regardless of their domicile"[229]. Le indicazioni dell'ABE forniscono uno strumento per un'interpretazione la più possibile omogenea delle diverse esigenze indicate, ma non stabiliscono dei parametri per un calcolo automatico dell'ammontare del requisito minimo. D'altra parte, alcuni dei criteri in base ai quali calcolare il MREL, e in particolare quelli sopra numerati dal 4 al 6, non si prestano ad una valutazione del loro rilievo quantitativo sulla base di parametri oggettivi predeterminati. Di ciò è consapevole la stessa ABE, là dove richiede alle autorità di risoluzione "*to assess matters which are also considered either in the calibration of prudential regulatory requirements or in the case-by-case judgements made by supervisory authorities, such as the degree of losses which institutions or groups should be able to absorb, or their risk profile, business model and systemic importance*"[230]. Anche a seguito del regolamento emanato nel 2016 dalla Commissione europea contenente le norme tecniche che dettagliano i criteri applicabili alla metodologia per la determinazione del requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili[231], il calcolo

---

[229] AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *EBA FINAL Draft Regulatory Technical Standardsoncriteria for determining the minimum requirement for own funds and eligible liabilities under Directive 2014/59/EU,* cit., 3.

[230] AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *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., 3.

[231] Cfr. il Regolamento delegato della Commissione europea 2016/1450 del 23 maggio 2016 che integra la direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio sulle norme tecniche di regolamentazione sui criteri applicabili alla metodologia con cui è determinato il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili, consultabile all'indirizzo: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R1450&from=IT. Nel 2018 la Commissione ha emanato il Regolamento di esecuzione 2018/308 del 1° marzo 2018 che stabilisce norme tecniche di attuazione per la direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i formati, i modelli e le definizioni per l'individuazione e la trasmissione di informazioni da parte delle autorità di risoluzione al fine di informare l'Autorità bancaria europea del requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili, il testo del regolamento è reperibile all'indirizzo: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32018R0308&from=IT.

del MREL resta comunque calibrato sulle caratteristiche delle singole banche e sulle esigenze finanziarie a garantire il successo della strategia di risoluzione stabilità prescelta. L'esercizio dei margini di autonomia di cui dispone l'autorità di risoluzione nella determinazione del requisito di ogni singola banca potrebbe dar luogo alla previsioni di perdite che comportano un trattamento differenziato di enti finanziari che si trovano nelle stesse condizioni; ciò potrebbe incidere sulla posizione di competitività relativa tra le banche, influenzata anche dal diverso rendimento che occorre garantire sulle passività considerate ai fini del soddisfacimento del requisito del MREL[232] e dalla loro incidenza sulla struttura del passivo degli enti[233].

Il legislatore europeo ha dettagliatamente individuato le condizioni affinché una passività possa rientrare nel computo del MREL[234]. A tal fine la passività: 1) deve essere emessa e

---

[232] Cfr. L. STANGHELLINI, *La gestione delle crisi bancarie. La tradizione italiana e le nuove regole europee*, cit., 331. Il tasso di interesse più alto che la banca deve pagare sulle passività computate nel MREL, non necessariamente dovrebbe comportare un aumento dell'insieme del costo del *funding* della banca, poiché la maggiore spesa per interessi, su quelle passività, potrebbe essere compensata dal minor costo, per la banca, sulle altre passività, che non essendo computate nel MREL, corrono meno rischi di conversione e svalutazione e, pertanto, i loro possessori possono perciò accettare interessi più bassi, sul punto cfr. SWEDISK NATIONAL DEBIT OFFICE, *Decision memorandum Application of the minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, Reg. no RG 2016/425, 23/02/2017, 57, disponile all'indirizzo https://www.riksgalden.se/globalassets/dokument_eng/financial-stability/mrel-decision-memorandum.pdf

[233] Relativamente ai risvolti sulla struttura del passivo, J. CARMASSI e G. DI GIORGIO, *L'impatto del bail-in sulla rete di protezione finanziaria*, cit., 327, ritengono che i depositi delle banche piccole e medie assoggettate a risoluzione e *bail-in* potrebbero essere esposti a rischi maggiori. Questa categoria di banche, assente o poco presente sul mercato delle obbligazioni, potrebbero incontrare difficoltà nell'emettere obbligazioni *senior* non garantite che possono essere convertiti e svalutati. Inoltre, l'eccesso di offerta di obbligazioni emesse dalle banche significative o di grandi dimensioni per soddisfare il requisito MREL, potrebbe rendere difficile per le banche medie e piccole emettere obbligazioni computabili ai fini MREL e costringerle ad emettere strumenti computati nel capitale regolamentare, con implicazioni probabilmente più penalizzanti in termini di costi e di effettiva capacità di raccolta delle risorse necessarie.G. CAPIELLO, *The impact of the new resolution regime on "banking asusual"*, in ECB, *From Monetary Union to Banking Union, on the way to Capital Markets Union New opportunities for European integration. Legal Conference 2015*, 1-2 September 2015, 193.

[234] Cfr. art. 45, par. 4, della Direttiva 2014/59/UE.

interamente versata; 2) non è dovuta all'ente stesso e non è coperta da nessun tipo di garanzia fornita dall'ente stesso; 3) il suo acquisto non è stato finanziato dall'ente direttamente o indirettamente; 4) ha una durata residua di almeno un anno; 5) non risulta da un derivato; 6) non risulta da un deposito che gode della preferenza nella gerarchia della procedura di insolvenza. Dal confronto di questo elenco con quello delle passività assoggettabili a *bail-in* – cioè tutte eccetto quelle della lista di cui al par. 2 art. 44 e quelle che non possono essere svalutate e convertite *ex* lege o per decisione dell'autorità di risoluzione - si evidenzia che il paniere delle passività computabili ai fini del MREL è più piccolo di quello delle passività ammissibili a *bail-in*. Non sono computabili nel MREL, ad esempio, depositi non garantiti dai fondi di garanzia dei depositanti, le passività la cui durata residua è inferiore a un anno e altre (quali derivati e titoli strutturati) che non potrebbero essere facilmente convertite e svalutate in caso di necessità ai fini della risoluzione[235]. Sulla differenza tra l'ammontare delle passività computabili ai fini del *bail-in* e l'importo del requisito minimo può esercitare un'influenza discrezionale la decisione dell'autorità di risoluzione in merito all'esclusione dalla risoluzione di altre passività, oltre quelle già escluse in via legislativa[236]. Questo margine di autonomia dell'autorità di risoluzione può produrre una disparità di trattamento tra i detentori di titoli di banche tra di loro comparabili per le restanti condizioni e accrescere il livello di incertezza tra gli investitori.

Diversamente da quanto stabilito per gli strumenti TLAC, ai fini della computabilità nel MREL le passività non devono essere necessariamente assistite da una clausola di subordinazione, in applicazione della quale sarebbero state svalutate e convertite prima delle altre passività ammissibili. La regolamentazione dell'individuazione degli strumenti

---

[235] Cfr. J. MARES JENNINGS, *The bail in tools*, in Aa. Vv., *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, World Bank, 2017, 117.

[236] Sul punto si veda anche, J. CARMASSI e G. DI GIORGIO, *L'impatto del bail-in sulla rete di protezione finanziaria,* cit., 310.

ammissibili al TLAC e quella dell'assorbimento delle perdite fatta dal FSB[237], costituisce un ulteriore fattore di diversità con la scelta fatta al riguardo dal legislatore europeo[238].

Il legislatore europeo prevede[239], tuttavia, che il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili sia parzialmente soddisfatto a livello consolidato o individuale attraverso strumenti di *bail-in* contrattuale, cioè attraverso strumenti che: a) contengono clausole contrattuali che, in caso di *bail-in*, consentono la loro svalutazione o conversione, in una misura prestabilita, prima di intaccare i diritti dei possessori delle altre passività ammissibili; e, b) in caso di procedura ordinaria di insolvenza, in ragione di un contratto, impegno o disposizione di subordinazione vincolante, sono classificati al di sotto di altre passività ammissibili e non possono essere rimborsati fin quando non siano state regolate altre passività ammissibili in essere[240]. È plausibile ritenere che i creditori disposti esplicitamente ad assoggettarsi al rischio di svalutazione e conversione dei loro investimenti pretendano un premio per il maggior rischio al quale si espongono, sebbene di difficile quantificazione poiché neanche l'investitore cosciente o informato della possibilità di subire una perdita sul proprio investimento è messo nelle condizioni di ponderare l'alea alla quale si assoggetta. Anche per comprensibili ragioni di tutela della posizione competitiva dell'ente finanziario interessato, non è prevista alcuna forma di

---

[237] Sul punto cfr. FINANCIAL STABILITY BOARD, *Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution - Total Loss - absorbing - Capacity (TLAC) Term Sheet*, cit. in particolare i principi VII-VIII e i numeri 9-10-11 del term sheet.

[238] La Commissione europea nel 2016 elaborò una proposta di risoluzione che prevedeva, tra l'altro, una convergenza tra la normative europea e la disciplina elaborata dal FSB in materia di requisito minimo, cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposal for a Directive of the europeanParliament and of the Councilamending Directive 2014/59/EU on loss-absorbing and recapitalization capacity of credit institutions and investment firms and amending Directive 98/26/EC, Directive 2002/47/EC, Directive 2012/30/EU, Directive 2011/35/EU, Directive 2005/56/EC, Directive 2004/25/EC and Directive 2007/36/*E, 23.11.2016, COM(2016) 852 final, 2016/0362(COD), reperibile all'indirizzo: http://www.europarl.europa.eu/RegData/docs_autres_institutions/commission_europeenne/com/2016/0852/COM_COM(2016)0852_EN.pdf.

[239] Cfr. art. 45, par. 13, della Direttiva 2014/59/UE.

[240] Cfr. art. 45, par. 14, della Direttiva 2014/59/UE.

informazione al mercato sul requisito minimo di fondi propri e passività ammissibile sulla sua quota soddisfatta con strumenti di *bail-in* contrattuale; informazioni che l'autorità di risoluzione, in coordinamento con le autorità competenti, deve comunicare all'ABE. Ciò non contribuisce, però, a generare nel mercato quella fiducia sufficiente nell'ente che costituisce uno dei criteri per la determinazione del requisito minimo. Al riguardo non sembra fuori luogo l'opinione di chi ritiene che "*pensare che il criterio 'della fiducia sufficiente', già di per sé estremamente vago e che comunque dovrebbe testato a bail-in avvenuto, possa servire per determinare ex ante l'importo minimo di passività ammissibili dell'ente, non sembra un'idea particolarmente felice, cosi come utopistica, d'altra parte, è l'idea stessa che l'applicazione in sé della svalutazione e/conversione non incida negativamente proprio sulla fiducia del mercato nei confronti (almeno) dell'ente sottoposto a risoluzione*"[241].

4.3.1. Le passività escluse

Il legislatore europeo ha ritenuto di estendere l'ambito delle passività alle quali non applicare la conversione o la svalutazione oltre il limite costituito dai crediti garantiti da garanzie reali o da garanzie di altro tipo. L'ambito delle esclusioni si compone di passività già dettagliatamente stabilite dal legislatore e di altre categorie di crediti che possono essere individuate dall'autorità di risoluzione in presenza di circostanze e condizioni determinate.

Le passività escluse *ex lege* sono elencate al par. 2 art. 44 della BRRD e godono di una tutela assoluta, poiché non possono, in nessun caso, essere svalutate o convertite, nemmeno in misura parziale[242].

---

[241] D. VATTERMOLI, *Il bail-in*, in M. P. Chiti e V. Santoro (a cura di), *L'Unione bancaria europea*, Ospedaletto, 2016, 528.

[242] P. ROSSI, *La risoluzione dell'impresa bancaria, tra dubbia costituzionalità del bail in e criticità d'impatto,* in *Dirittifondamentali.it*, 2, 2017, 24 sottolinea che "*Le esclusioni ex lege dall'applicazione del bail in sono di carattere permanente, in quanto il legislatore comunitario ha inteso conferire a siffatte passività una tutela speciale anche nell'interesse della stabilità dei mercati finanziari*".

La decisione del legislatore di includere in tale elenco i depositi protetti e le passività garantite, mira, evidentemente, a non intaccare la fiducia degli investitori, i quali hanno compiuto le proprie scelte proprio per la maggiore sicurezza di salvaguardia dei propri diritti che esse garantivano. Dalle azioni di conversione e/o svalutazione sono altresì esclusi gli obblighi in capo all'istituto sottoposto a risoluzione derivanti dalla detenzione di somme o valori di disponibilità dei clienti o quelli sorti in virtù di un rapporto fiduciario quando i beneficiari risultino protetti nelle procedure concorsuali applicabili, in ragione di considerazioni di ordine sistematico: un'eventuale applicazione dello strumento che comportasse, per i titolari di tali crediti, un trattamento deteriore rispetto a quello che gli stessi avrebbero subito nell'ipotesi in cui fosse stata disposta la liquidazione dell'istituto, sarebbe in contrasto con il principio del NCWO.

Riservando un trattamento alle passività di durata originaria inferiore a sette giorni di cui l'istituto sottoposto a risoluzione risulti debitore nei confronti di banche o SIM, non appartenenti al medesimo gruppo societario, nonché i debiti, di durata inferiore a sette giorni, dell'ente sottoposto alla risoluzione nei confronti di un sistema di pagamento o di regolamento titoli o di una controparte centrale, e dei suoi gestori o partecipanti, derivanti dalla partecipazione ai medesimi sistemi, il legislatore si è proposto di evitare che un'applicazione eccessivamente formalistica della norma possa, da un alto, dare il via ad una corsa agli sportelli e, dall'altro, colpire quegli operatori che hanno continuato a relazionarsi con l'istituto in difficoltà, con effetti negativi per la banca, con riguardo alla sua capacità di rifinanziarsi sul mercato e al suo ordinario funzionamento[243]; per ragioni sostanzialmente analoghe, il legislatore ha incluso tra le eccezioni anche i contributi dovuti in ragione dell'adesione a un sistema di garanzia dei depositanti.

Inoltre, *ex lege* sono escluse dal *bail-in* le passività nei confronti dei sistemi di garanzia dei depositi, degli enti previdenziali, delle autorità tributarie, dei dipendenti della banca in dissesto, i crediti commerciali relativi a beni e servizi indispensabili per l'ordinario funzionamento dell'ente.

---

[243] J. ARMOUR *Making Bank Resolution Credible*, cit.

4.3.1.1 Il potere discrezionale dell'autorità di risoluzione in materia di passività escluse.

Nel caso in cui la risoluzione presupponga il ricorso allo strumento del *bail-in*, all'autorità di risoluzione è data facoltà di escludere, totalmente o parzialmente, dalla svalutazione o conversione altre passività per soddisfare particolari esigenze. Diversamente da quanto si è visto per quelle la cui esclusione è individuata legislativamente, le passività che possono essere escluse dal *bail-in* per decisione dell'autorità di risoluzione non sono predeterminate in quanto la loro "*individuazione non risponde ad alcun criterio definito ex ante*"[244]. Il legislatore europeo al fine di garantire una sostanziale uniformità all'operato delle autorità di risoluzione si è premurato di precisare le circostanze eccezionali che devono ricorrere affinché sia possibile operare l'esclusione[245]. L'autorità di risoluzione può escludere dalla svalutazione e conversione quelle passività il cui assoggettamento al *bail-in* non risulti possibile "*entro un tempo ragionevole nonostante gli sforzi in buona fede dell'autorità di risoluzione*"[246]; le esclusioni devono essere proporzionate, strettamente necessarie a consentire la continuità delle funzioni essenziali della banca e a evitare fenomeni di contagio[247] - particolare riguardo deve essere riconosciuto anche ai depositi ammissibili detenuti da persone fisiche e delle piccole e

---

[244] D. VATTERMOLI, *op. ult. cit.,* 526. Come si deduce dall'art. 45, par. 6, della BRRD le passività escluse devono, tuttavia, essere individuate con il piano di risoluzione dell'ente.

[245] Cfr. art. 44, par. 3, della Direttiva 2014/59/UE.

[246] Sulla necessità di risposte rapide per la gestione delle crisi bancarie cfr. G. BOCCUZZI, *Towards a new framework for banking crisis management. The international debate and the Italian model*, Quaderni di Ricerca giuridica della Banca d'Italia, 71, 2011, 14. Esprime dubbi sulla possibilità che la risoluzione possa essere eseguita in tempi brevi Lugaresi, *La risoluzione delle crisi bancarie: bail-in e Resolution Planning*, in Fchub, 2016, 5, secondo il quale "*è una illusione l'idea stessa che la crisi di una banca si possa risolvere in un week-end [..]. Le risposte devono essere rapide [..], ma un processo lungo e complicato [..] non può risolversi in un fine settimana*", https://fchub.it/wp-content/uploads/2018/05/la_risoluzione_delle_crisi_bancarie.pdf.

[247] O. CAPOLINO, *Banking Recovery and Resolution: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità,* 2016, 30, fa notare che "*sarebbe in effetti paradossale che il ricorso a uno strumento di soluzione della crisi di una banca si traducesse in un elemento scatenante di una crisi più vasta*", http://www.regolazionedeimercati.it/sites/default/files/Rapporto%20Capolino%202.pdf.

medie imprese - che potrebbero provocare gravi perturbazioni al funzionamento dei mercati finanziari, alle loro infrastrutture e all'economia nel suo complesso. L'autorità può infine escludere quelle passività per le quali ritenga che l'assoggettamento al bail-in potrebbe produrre una *"distruzione di valore*" che si tradurrebbe in una perdita a carico degli altri creditori maggiore di quella che essi avrebbero sopporto se le passività escluse fossero state convertite o svalutate.

La formulazione generica delle circostanze eccezionali che possono motivare l'esclusione dal *bail-in* di determinate passività permette all'autorità di risoluzione un'ampia discrezionalità in merito, che "*non giova alla chiarezza del sistema*"[248], non fosse altro perché mette in discussione il principio secondo cui i creditori di una stessa classe devono ricevere lo stesso trattamento. La problematicità delle situazioni che possono determinarsi, ha spinto la Commissione europea a ritenere che l'autorità di risoluzione debba ben ponderare l'esercizio di questa sua discrezionalità e che le circostanze che consentono ai creditori di essere esclusi dal *bail-in* devono essere definite in modo preciso e le eventuali deroghe al principio di parità di trattamento dei creditori dello stesso rango (il cosiddetto principio *pari-passu*) "*devono essere proporzionate, giustificate dall'interesse generale e non discriminatorie*"[249]. La Comunicazione appena citata fornisce all'autorità di risoluzione alcuni orientamenti sulle condizioni per l'esercizio della discrezionalità relativa alle passività escluse e sull'interpretazione delle singole circostanze eccezionali individuate nel terzo paragrafo dell'art. 44 della BRRD. Il Regolamento della Commissione, adottato in attuazione di una delega prevista dalla stessa Direttiva[250], era stato preceduto dalla pubblicazione da parte dell'ABE di una serie

---

[248] R. LENER, *Profili problematici del bail-in*, in *I quaderni di minerva bancaria*, 2016, 28.

[249] COMMISSIONE EUROPEA, *Regolamento delegato (UE) 2016/860 del 4 febbraio 2016 che precisa ulteriormente le circostanze in cui è necessaria l'esclusione dall'applicazione dei poteri di svalutazione o conversione ai sensi dell'articolo 44, paragrafo 3, della direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento*, Considerando 2, reperibile all'indirizzo https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32016R0860&from=EN

[250] Cfr. art. 44, par. 11, della Direttiva 2014/59/UE.

di indicazioni tecniche sulle circostanze che potevano rendere necessario escludere dal *bail-in* alcune passività[251]. Anche l'applicazione delle indicazioni contenute in questi atti non annulla la discrezionalità dell'autorità di risoluzione la cui decisione continua a basarsi "*su un'analisi, caso per caso, dell'ente soggetto a risoluzione e non è automatica*"[252].

Questa discrezionalità trova però un limite nella necessità che le esclusioni di alcune passività non compromettano gli obiettivi della risoluzione che si vogliono conseguire mediante il *bail-in*. Stabilito, con la formulazione del piano di risoluzione, il fabbisogno finanziario necessario alla ricapitalizzazione dell'ente, in caso di intervento, il valore delle passività escluse dovrà essere in qualche modo compensato. La finalità stessa del *bail-in*, oltre che la specifica norma della BRRD, richiedono di distribuire quel valore sulle restanti passività che possono essere convertite o svalutate. L'interesse dell'autorità di risoluzione è di recuperare in questo modo quell'intero importo, dato che la parte delle perdite delle passività escluse non trasferite ad altri creditori dovrà essere coperte dal meccanismo di finanziamento della risoluzione[253] (soddisfatte, ovviamente, le altre condizioni del bail in). Ma la discrezionalità dell'autorità di risoluzione di stabilire l'ammontare delle passività escluse trova un ulteriore limite nell'esigenza di garantire che la conversione e la svalutazione delle passività non violi il principio del NCWO[254]. Quanto maggiore è la rilevanza del valore delle passività escluse, tanto più difficile è il rispetto di quel principio, in assenza di un apporto del meccanismo di finanziamento della

---

[251] Cfr. AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Technical advice on the delegated acts on the circumstances when exclusions from the bail-in tool are necessary* (EBA/Op/2015/07) del 6 marzo 2015, https://eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-07+Tehcnical+Advice+on+exclusion+from+the+bail-in+tool.pdf.

[252] COMMISSIONE EUROPEA, *Regolamento delegato (UE) 2016/860 del 4 febbraio 2016*, cit., art. 4, c. 2.

[253] Per il cui utilizzo "*l'autorità di risoluzione dovrebbe fornire una solida spiegazione delle circostanze eccezionali che determinano l'esclusione*" di alcune passività, COMMISSIONE EUROPEA, *Regolamento delegato (UE) 2016/860 del 4 febbraio 2016*, cit., Considerando 7.

[254] Cfr. art. 44, par. 3, della Direttiva 2014/59/UE.

risoluzione[255]. Naturalmente con l'incidenza di questo apporto si riduce la rilevanza pratica del criterio del *burden sharing*[256]. L'ammontare delle passività escluse dall'autorità di risoluzione o *ex lege* incide anche nella formazione del MREL, nel quale non possono, naturalmente, essere computate[257].

Oltre al loro ammontare, l'autorità di risoluzione deve riservare particolare attenzione alla selezione delle tipologie di passività da escludere, in coerenza con lo specifico obiettivo, di volta in volta, perseguito. A titolo di esempio e riferendosi alle specifiche circostanze definite al par. 3 art. 44, se l'autorità di risoluzione si propone di contenere il rischio che il dissesto della banca in risoluzione si riversi sul sistema finanziario, dovrebbe escludere dal *bail-in* certamente le passività detenute da altri intermediari assicurativi, bancari o finanziari; così come per evitare le perturbazioni economiche derivanti dell'interruzione della catena dei pagamenti effettuati delle imprese piccole e medie è necessario salvaguardare i loro depositi. Relativamente alle tipologie delle passività da escludere,

---

[255] Prima di escludere una passività, l'autorità di risoluzione deve notificarlo alla Commissione europea. Se l'esclusione comporta un contributo del meccanismo di finanziamento della risoluzione o di una fonte di finanziamento alternativa, la Commissione entro ventiquattro ore dalla notifica può vietare l'esclusione o chiedere una sua modifica, se ritiene che essa pregiudichi l'integrità del mercato interno. La notifica alla Commissione dovrebbe evitare che la flessibilità concessa all'autorità di risoluzione nella scelta delle passività escluse, per tenere conto della peculiarità del caso concreto, consenta condotte opportunistiche e potenzialmente elusive del principio generale dell'assoggettamento al *bail-in*. Sul punto cfr. M. COSSA, *Le crisi bancarie tra Stato e mercato*, http://ilmerito.org/images/Documenti_Pdf/Le_crisi_bancarie_tra_Stato_e_mercato.pdf.

[256] Probabilmente è anche per evitare questo effetto che la Commissione europea ritiene che si "*dovrebbe privilegiare la scelta di escludere parzialmente una passività limitando la portata della sua svalutazione, invece di escluderla completamente dal bail-in, qualora ciò sia sufficiente per conseguire l'obiettivo*" COMMISSIONE EUROPEA, *Regolamento delegato (UE) 2016/860 del 4 febbraio 2016*, cit., Considerando 5.

[257] S. ALVARO e altri, *La distribuzione dei titoli MREL dopo la BRRD. L'interazione tra regole prudenziali e di trasparenza*, Quaderni giuridici, Consob, 2017, 24, fanno notare che "*questo elemento discrezionale nell'esclusione di alcuni titoli dal bail-in potrebbe potenzialmente rovesciare i computi del MREL, poiché la BRRD non è chiara nel distinguere tra i titoli che sono sempre ammissibili al bail-in e quelli che non lo sono. Ciò potrebbe inoltre indurre a fare affidamento, in modo imprevisto, su alcuni strumenti per la risoluzione a discapito di altri*".

l'ABE e l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (in inglese, ESMA) richiamano l'attenzione dell'autorità di risoluzione sulla presenza di investitori *retail*, tra i sottoscrittori dei titoli della banca in risoluzione. In particolare, nel caso di una diffusa presenza di questa categoria di investitori, l'autorità competente, nel preparare il piano di risoluzione dovrebbe valutare se l'esclusione dal *bail-in* non esponga al rischio "*that the available MREL and other bail-in liabilities would not be sufficient for the implementation of the resolution strategy*"[258]. Il trattamento da riservare agli investitori *retail* ai fini del *bail-in* è particolarmente delicato, poiché se può essere vero che la loro esclusione della conversione e svalutazione potrebbe deresponsabilizzarli e stimolare comportamenti opportunistici è altresì vero che le loro decisioni di investimento non sono sempre il frutto di una conoscenza adeguata dei rischi e delle caratteristiche dei prodotti che sottoscrivono[259].

L'esercizio del potere di esclusione può creare disparità di trattamento tra passività di grado diverso[260] e anche tra quelle appartenenti allo stesso grado, come ha voluto esplicitare il legislatore italiano, che con il recepimento della BRRD ha ammesso che "*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*

---

[258] EBA-ESMA, *Statement of the EBA and ESMA on the treatment of retail holdings of debt financial instruments subject to the Bank Recovery and Resolution Directive*, ESMA71-99-991, 30 May 2018, punto 50, 17. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma71-99-991_eba_esma_statement_on_retail_holdings_of_bail-inable_debt.pdf.

[259] Cfr. P. POYNTNER e T. REININGER, *Bail-in and Legacy Assets: Harmonized rules for targeted partial compensation to strengthen the bail-in regime*, cit., 23.

[260] In merito, ha evidenziato A. BLANDINI, *How to overcome crisis (and oneself) without getting overcome: la fiducia e il bail-in dal punto di vista del creditore,* cit., 15, come "*i creditori esclusi possono tranquillamente ricevere un trattamento "migliorativo": purché il trattamento migliorativo di costoro non determini un qualsivoglia peggioramento per gli altri, idoneo a produrre, complessivamente, una situazione deteriore per questi ultimi rispetto alla procedura di liquidazione coatta amministrativa*".

concorsuale applicabile"[261]. Questa disposizione ha suscitato qualche perplessità in dottrina. In particolare è stata manifestata una difficoltà a capire come "*si possa conciliare tale disposizione con il principio* no creditor worse off *[…][e] come sia possibile che una certa categoria di creditori, quelli esclusi dal bail-in, possano ricevere un trattamento più favorevole rispetto a quello che sarebbe loro spettato in caso di l.c.a., senza che le altre categorie di creditori, assoggettate al concorso che si sarebbe avviato con la l.c.a., non ricevano inevitabilmente in conseguenza di ciò un trattamento peggiore*"[262]. La disparità di trattamento non violerebbe, si ritiene, il principio della *par condicio creditorum* se il maggior onere derivante dall'esclusione di alcune passività dal *bail-in* non fosse riversato sulle altre passività ma fosse sostenuto dal fondo di risoluzione o da altre risorse esterne alla banca[263]. Al riguardo, si può osservare, tuttavia, che quand'anche il fondo di risoluzione si facesse interamente carico delle perdite non coperte dalle passività escluse, evitando così che queste si traducano in un aggravio ulteriore per le passività assoggettate a svalutazione e conversione, resterebbe il fatto che sopporterebbero comunque il peso del *bail-in* mentre le prime ne sarebbero esentate, sempre con conseguente inevitabile deroga al principio *par condicio creditorum*.

Diversa è, invece, la considerazione alla quale si può giungere relativamente al rispetto del principio del *no creditor worse off* a favore dei titolari di passività oggetto di *bail-in* in presenza di passività escluse. Questo problema si pone, evidentemente, soprattutto nell'ipotesi in cui le perdite non coperte dalle passività escluse siano riversate sui titolari delle altre passività gravate da svalutazione e riconversione, accrescendo l'ammontare delle loro perdite. Tuttavia, se malgrado il peggioramento della loro condizione, il sacrificio da essi subito resta entro i limiti che avrebbero raggiunto con la liquidazione dell'ente si può ritenere che l'esclusione di alcune passività non violi il principio del *no creditor worse off*. Il rispetto di questo principio diventa, tuttavia, tanto più difficile quanto maggiore è la perdita derivante dall'esclusione di passività che deve essere coperta

[261] Cfr. art. 49, c. 3, lett. a) del d.lgs. 16 novembre 2015, n. 180.

[262] Così G. SANTONI, *La risoluzione bancaria. L'apertura*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, Vol. 32, 4, 2018, 681.

[263] Cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, 14.

dai detentori delle passività ammesse, con il rischio di possibili azioni di richieste risarcitorie[264].

4.4. La tutela dei creditori.

L'analisi fin qui svolta evidenzia le implicazioni fortemente negative che il *bail-in* riversa sui diritti degli azionisti delle banche e sui loro creditori. La svalutazione e la conversione dei crediti applicata senza discernimento tra le tipologie di passività, può produrre esiti differenti, e perfino avversi, a quelli che l'autorità di risoluzione si prefiggeva di ottenere. Un sacrificio generalizzato dei diritti dei creditori può determinare un'estensione della crisi ad altri operatori del mercato, che fino a quel momento non avevano manifestato difficoltà, o alimentare il panico tra risparmiatori e investitori, diventando in questo modo un fattore di contagio e instabilità.

La necessità di evitare il prodursi di questi effetti ha indotto il legislatore europeo, da un lato, a non assoggettare al *bail-in* tutte le passività dell'istituto di credito in crisi, escludendone alcune dalla svalutazione e dalla conversione; e, dall'altro, a stabilire che le passività assoggettabili non debbano concorrere al costo della risoluzione in misura maggiore di quanto sarebbe stato imposto loro in caso di liquidazione della banca. A garanzia di quest'ultima previsione, il legislatore ha stabilito che qualora l'applicazione dello strumento produca una menomazione dei diritti dei creditori maggiore, i creditori

---

[264] P. ROSSI, *Banking resolutione tutela del risparmio, tra bail out e bail in,* in *Amministrazione in cammino*, 12 settembre 2017, 18, ritiene che "*quando le passività vengono escluse dal piano di risoluzione, il MREL aumenta per compensare tale esclusione. Escludere un numero eccessivo di passività, però, potrebbe significare per i creditori un trattamento peggiore rispetto a quello che avrebbero ricevuto nell'ipotesi di ordinaria insolvenza, con la conseguente pretesa risarcitoria. Per evitare questa situazione appaiono ragionevoli due strade: detenere una quantità maggiore di passività ammissibili, oppure promuovere misure alternative che possano rimuovere gli ostacoli procedurali alla risoluzione*". reperibile all'indirizzo http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/app/uploads/2017/09/Rossi-Bail-in.pdf: analoga affermazione anche in P. ROSSI, *La risoluzione dell'impresa bancaria, tra dubbia costituzionalità del bail in ecriticità d'impatto*, in *Dirittifondamentali.it*, 2, 2017, 19, reperibile all'indirizzo http://dirittifondamentali.it/2017/10/26/la-risoluzione-dellimpresa-bancaria-tra-dubbia-costituzionalita-del-bail-in-e-criticita-dimpatto/.

danneggiati siano indennizzati in misura pari alla differenza tra il sacrificio loro imposto nella risoluzione e quello che avrebbero subito in caso di liquidazione dell'istituto.

4.4.1 Il principio del No Creditor Worse Off (NCWO).

La posizione dei detentori delle passività soggette a essere svalutate o convertite, può, come si è detto, ulteriormente risultare aggravata dalla decisione dell'autorità di risoluzione di disporre l'esclusione dal sacrificio per alcuni crediti. Il legislatore ha voluto, però, introdurre una salvaguardia degli interessi dei possessori di titoli della banca in dissesto, ponendo un limite al danno che essi potranno sopportare dal ricorso agli strumenti della risoluzione e in particolare dal *bail-in*. Nel determinare l'ammontare massimo della perdita finanziaria, che gli investitori potranno subire, l'autorità di risoluzione deve infatti tenere presente 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. Qualora le attività di un ente soggetto a risoluzione siano parzialmente cedute a un acquirente privato o a una banca-ponte, è opportuno liquidare la parte residua di tale ente con procedura ordinaria d'insolvenza. Per tutelare gli azionisti e creditori che si trovano coinvolti nella procedura di liquidazione dell'ente, è opportuno sancirne il diritto a ricevere, in pagamento o a compensazione dei loro crediti nel quadro di tale procedura, una somma non inferiore a quella che, secondo le stime, avrebbero recuperato se l'ente fosse stato integralmente liquidato con procedura ordinaria di insolvenza*"[265]. Quello descritto è il principio del *no creditor worse off*[266],

[265] Cfr. Considerando 50 della Direttiva 2014/59/UE.

[266] Va ricordato che seppure non in termini generalizzati, l'applicazione di questo principio era già prevista dalla settima Comunicazione la quale stabilisce (punto 46) che "*dovrebbe essere rispettato il principio secondo cui nessun creditore può essere svantaggiato. I creditori subordinati non dovrebbero pertanto ricevere, in termini economici, meno di quanto sarebbe valso il loro strumento in caso di mancata concessione di aiuti di Stato*". Sul punto cfr. S. MICOSSI, G. BRUZZONE e M. CASSELLA, *Bail-in Provisions in State Aid and Resolution Procedures: Are they consistent with systemic stability?,* Ceps policy brief, No. 318, 2014, spec. 8 s., https://www.ceps.eu/system/files/PB%20318%20SM%20et%20al%20Bail-in%20Provisions%20in%20State%20Aid%20and%20Resolution%20Procedures%20final_0.pdf

che si può tradurre nella disposizione secondo cui "*nessun creditore sostiene perdite più ingenti di quelle che avrebbe sostenuto se l'ente* [in dissesto]*, fosse stato liquidato con procedura ordinaria di insolvenza*"[267]. Relativamente alla sua applicazione alla risoluzione bancaria, il principio è stato stabilito dal Financial Stability Board nel 2011 (e rivisto nel 2014[268]), che ha posto l'accento sulla sua funzione di garantire agli azionisti e ai creditori un indennizzo nel caso in cui i loro diritti risultino penalizzati in misura superiore a quanto sarebbe avvenuto se l'ente fosse stato sottoposto alla ordinaria procedura di liquidazione. Non sembra invece trovare riscontro nella Direttiva l'ipotesi che l'applicazione del NCWO debba garantire ai soggetti in questione un trattamento migliore con la risoluzione rispetto a quello garantito dalla liquidazione. A maggior ragione, non sembra trovare sostegno l'ipotesi secondo cui "*l'autorità di risoluzione, per procedere col riassetto deve dimostrare che tutti i finanziatori della banca ricevono da esso un trattamento migliore rispetto al caso di liquidazione* (*no creditor worse off rule*)"[269], poiché, come si è già avuto modo di sottolineare, la condizione per attivare la procedura della risoluzione è quella della prospettiva di garantire la continuità delle funzioni essenziali della banca, soddisfacendo con ciò un interesse pubblico. Lo scopo del principio è più diffusamente esplicitato nel decreto legislativo 180/2015, là dove si precisa che il trattamento degli azionisti e dei creditori deve "*assicurare che nessun titolare degli strumenti, degli elementi o delle passività ammissibili* [..] *riceva un trattamento peggiore rispetto a quello che riceverebbe se l'ente sottoposto a risoluzione fosse stato liquidato nel momento in cui è stata accertata la sussistenza dei presupposti*

---

[267] Cfr. art. 34, par. 1, lett. g), della Direttiva 2014/59/UE.

[268] Il FSB, definisce il NCWO come la condizione in cui i "*Creditors should have a right to compensation where they do not receive at a minimum what they would havereceived in a liquidation of the firm under the applicable insolvency regime ('no creditor worse off than in liquidation' safeguard)*", FINANCIAL STABILITY BOARD, *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, 15 October 2014, punto 5.2, 11; le version del documento del 2011 e del 2014 sono reperibili ai seguenti indirizzi: *https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111104cc.pdf?page_moved=1* e *https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141015.pd*

[269] L. ERZEGOVESI, *Il Bail-in e le banche italiane: due visioni e tre risposte concrete. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio»*, cit., 485 s.

per l'avvio della risoluzione, secondo la liquidazione coatta amministrativa disciplinata dal Testo Unico Bancario o altra analoga procedura concorsuale applicabile"[270]. Il compito di salvaguardia[271]del NCWO sembra, allora, chiaramente quello di evitare che il ricorso alla risoluzione sia pregiudizievole per i creditori[272]. Esso in sostanza assicura un'equivalenza di diritti nelle diverse "procedure" avendo a riferimento "*the underlying thinking is that the value of property rights is defined by insolvency law*"[273].

La misura in cui la sua applicazione incide sui diritti patrimoniali dei titolari degli strumenti emessi dalla banca sottoposta a risoluzione è il risultato di una valutazione che non si fonda esclusivamente sulla constatazione dei dati di fatto e che, pertanto, pur non potendo essere ritenuta oggettiva[274], può rilevarsi fondamentale per gli azionisti e i

---

[270] Cfr. art. 52, c. 2, lett. b), del d. lgs. 16 novembre 2015, n. 180.

[271] Per questa sua funzione di salvaguardia, A. DE ALDISIO, *La gestione delle crisi nell'Unione Bancaria*, in *Banca impresa società*, 3, 2015, 407 s., considera il NCWO "*una sorta di principio di chiusura diretto a colmare ogni lacuna che si possa verificare nonostante l'applicazione degli altri principi a tutela dei diritti dei creditori*".

[272] Cfr. A. BLANDINI, *How to overcomecrisis (and oneself) withoutgettingovercome: la fiducia e il bail-in dal punto di vista del creditore*, cit., 7; G. M. UDA, *Il bail-in e i principi della par condicio creditorum e del no creditor worseof (ncwo)*, in *Il diritto dell'economia*, 2018, 736.

[273] T. H. TRÖGER, *Too Complex to Work A Critical Assessment of the Bail-in Tool under the European Bank Recovery and Resolution Regime*, SAFE Working Paper, No. 179, 2017, 24. L'autore ritiene che se la conversione e la svalutazione delle azioni e delle passività rispetta il principio del NCWO non venga messa in discussione nessuna garanzia costituzionale, anzi, "*From a doctrinal point of view, it is far from clear whether safeguarding financial stability would not permit more far-reaching interventions – after all the whole regime rests on the insight that banks are special and regular insolvency law is in apt to deal with their failure, that is to say that an amplified public interest in overriding property rights exists*"; da ciò si può dedurre che ragioni di interesse pubblico, consentirebbero, al momento della loro previsione, un sacrificio dei diritti degli azionisti e dei creditori, maggiore di quello che subirebbero con la liquidazione dell'ente. disponibile all'indirizzo https://www.econstor.eu/bitstream/10419/168036/1/896643980.pdf

[274] Si v. L. DI BRINA, *"Risoluzione" delle banche e "bail-in", alla luce dei principi della Carta dei diritti fondamentali dell'UE e della Costituzione nazionale (nota a Corte Costituzionale austriaca Verfassungsgerichtshof (VFGH) Sentenza 3 - 28 luglio 2015 (G 239/2014-27, G 98/2015-27) (Banking resolution and bail in: the directions of Charter of Fundamental, Rights)*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 4, 2015, 184

creditori dell'ente[275]. La misura dell'annullamento e/o della decurtazione di quei titoli dipende infatti dalla quantificazione dei risultati di due circostanze caratterizzate da diversi gradi di aleatorietà e i cui effetti presentano, quindi, differenti livelli di difficoltà di misurazione. Difatti, mentre l'autorità di risoluzione può stabilire l'ammontare dell'apporto finanziario privato che ritiene necessario per perseguire gli obiettivi della risoluzione, che può essere individuato con certezza, il valore delle perdite che avrebbero sopportato azionisti e creditori dalla liquidazione dell'ente può essere determinato solo attraverso un procedimento di stima[276], con tutti i gradi di incertezza che questa

---

ss. Per considerazioni di ordinepiùgeneralesullequestioni relative all'applicazione del principio del criterio del no creditorworse off sivedanoanche: P. ATHANASSIOU, *Valuation in resolution and the "no-creditor-worse-off principle"*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2014, 16 ss.; G. JACOBS - D. MITCHELL, *The no-creditor-worse-off principle from a valuationperspective: standing in the shoes of a hypothetical liquidator*, ivi, 2014, 233 ss.; Q. C. HODGE MALEK e S. BOUSFELD, *Bad banks andthe "No Creditor WorseOff" compensation scheme*, ivi, 2016, 339 ss.

[275] Come evidenzia L. ERZEGOVESI, *Il Bail-in e le banche italiane: due visioni e tre risposte concrete. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio»*, cit., 485 "*I dati prodotti da questo esercizio sono ben lontani dall'essere oggettivi, e non di meno guidano la strutturazione del piano di uscita dalla crisi, e le soglie di calibrazione degli interventi chirurgici sulle diverse componenti del passivo, da cui dipende la probabilità di essere svalutati o convertiti, di rimanere in gioco come creditori o azionisti, di perdere o di guadagnare una fetta del controllo della banca*".

[276] Al riguardo cfr., K. P. WOJCIK, *The significance and limits of the "no creditor worse off" principle for an effectivebail-in*, in *From Monetary Union to Banking Union, on the way to Capital Markets Union. New opportunities for Europeanintegration.*, ECB Legal Conference, 1-2 Septembe2015, 257, il quale sottolinea come il riferirsi al risultato ipotetico della liquidazione della banca con una procedura ordinaria costituisca uno dei limiti del principio in questione, poiché "*Whoever wants to, or needs to, carry out that comparison (for instance investors, resolution authorities, a court) will need to simulate the outcome of hypothetical insolvency proceedings. It is obvious that such a simulation will be based on a number of assumptions: national insolvency proceedings usually take time; thei rout come depends on the application of specific national rules by courts, and the courts have to decide on the basis of whether or not specific moves were made by creditors. As a consequence, the comparison with a hypothetical situation involves uncertainty which is not beneficial to the effectiveness of a bail-in*".

valutazione comporta, a prescindere dall'autonomia e dalla competenza dell'esperto incaricato di svolgerla[277].

Particolarmente rilevante è la valutazione dell'effettivo trattamento che gli azionisti e i creditori ricevono dall'applicazione degli strumenti della risoluzione. Questa valutazione *ex post* è disciplinata dall'art. 74 della BRRD e dall'art. 88 del D. Lgs. 180/2015. Considerato che "*la risoluzione deve [...] perseguire anche il miglior soddisfacimento dei creditori, che rientra così a pieno titolo tra gli obiettivi necessari della procedura, integrandone in ultima analisi la funzione giuridicamente rilevante*"[278], la verifica del rispetto del principio del *no creditor worse off* non può essere limitata alla sola valutazione *ex ante* che la risoluzione non danneggi azionisti e creditori in misura maggiore dell'applicazione della procedura concorsuale prevista dall'ordinamento dello Stato di stabilimento di ciascuna entità[279] (nel caso di crisi di un gruppo bancario[280]). Per

---

[277] Al riguardo è stato evidenziato come la gestione della crisi cipriota, sia stata aggravata da un'eccessivamente pessimistica valutazione da parte degli esperti indipendenti, in merito si v. S. A. ZENIOS, *Self-fulfilling Prophecies in the Cyprus Crisis: ELA, PIMCO, and Delays*, in A. Michaelidis e A. Orphanides (eds.), *The Cypurs bail-in*, Imperial College Press, 2015, 20 ss.

[278] D. VATTERMOLI, *La risoluzione bancaria. I profili generali: struttura, natura, funzioni*, cit., 668.

[279] Come evidenzia lo stesso Parlamento europeo, in mancanza di un regime armonizzato del diritto fallimentare delle banche tra gli Stati membri, la determinazione delle perdite ipotetiche subite da azionisti e creditori della banca, in caso di liquidazione, deve essere fatta applicando le leggi dei singoli Stati, con la conseguenza che l'applicazione del NCWO potrebbe produrre risultati diversi a seconda della legge fallimentare applicata. La mancanza di una legislazione armonizzata del diritto fallimentare ha risvolti particolarmente rilevanti nella valutazione dell'eventuale pregiudizio subito dalla risoluzione di gruppi bancari transfrontalieri. Cfr. PARLAMENTO EUROPEO, *Furtherharmonising EU insolvencylaw from a banking resolution perspective*?, April 2018, 4 ss., reperibile all'indirizzo http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2018/614514/IPOL_BRI(2018)614514_EN.pdf. L'incertezza sulla legge dello Stato applicata, e conseguentemente della tutela dei loro diritti, può costituire un disincentivo per gli investitori a sottoscrivere i titoli di un ente transfrontaliero, cfr. K. P. WOJCIK, *Bail-in in the Banking Union*, cit., 130 ss.

[280] L'ABE in risposta alquesito se, quando a un gruppo messo in risoluzione, e la legge fallimentare del Paese non è applicabile a un gruppo, ma solo ai singoli enti, il principio NCWO deve essere valutato a livello di gruppo o ente per ente, ha specificato che "*the NCWO assessment has to be performedat the level*

trasformare il principio del *no creditor worse off* nel "*principale presidio di tutela del creditore della banca assoggettata a risoluzione*[281]", il legislatore ha previsto l'obbligo di una verifica a tal fine dei risultati della risoluzione, attraverso una valutazione *ex post*[282], tesa ad accertare correttezza delle previsioni iniziali.

Questa valutazione, che può essere svolta dallo stesso perito indipendente che ha eseguito la valutazione *ex ante*[283], deve accertare, quindi, se la svalutazione dei crediti e degli strumenti di capitale fatta sulla base dalla valutazione eseguita in previsione dell'azione di risoluzione, può, alla prova dei fatti essere ritenuta congrua o, se al contrario, si è

---

of each group entity subject to resolution measures, and compare the treatment received by creditors in the course of the resolution action with the treatment they would have received under normal insolvency proceedings. For that purpose the national insolvency law that would be applicable had those entities entered normal insolvency proceedings should be taken into account. Accordingly the perimeter of the normal insolvency proceedings should be determined according to the applicable national insolvency law", https://eba.europa.eu/single-rule-book-qa/-/qna/view/publicId/2015_2458.

[281] G. SANTONI, *La risoluzione bancaria. L'apertura*, cit., 681.

[282] G. MERC, *Valuation of Difference in Treatment ex-post Resolution – No Creditor Worse Off than under Liquidation (NCWOL)*, in Aa. Vv., *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, World Bank, 2017, 139 ss.

[283] L'inopportunità di affidare le due valutazioni allo stesso perito è sottolineata da V. CALANDRA BUONAURA, *op. cit.*, 14 s., http://www.associazione.orizzontideldirittocommerciale.it/media/71051/calandra.pdf, il quale ritiene, in quel caso "*non sarebbe possibile garantirne l'indipendenza di giudizio rispetto alla valutazione espressa al fine di fornire elementi per l'accertamento dei presupposti per la risoluzione, per l'individuazione delle azioni più appropriate e per la quantificazione della riduzione o conversione delle passività ammissibili. E' compresa, infatti, in questa valutazione anche l'identificazione delle 'diverse categorie di azionisti e creditori in relazione al rispettivo ordine di priorità applicabile in sede concorsuale' e la stima del 'trattamento che ciascuna categoria di azionisti e creditori riceverebbe se l'ente fosse liquidato' e non sembra appropriato che lo stesso esperto sia chiamato a verificare ex post la correttezza delle proprie previsioni*". Per un più generale riferimento all'importanza che riveste la valutazione cfr. A. GARDELLA, *Bail-In and the Financing of Resolutionwithin the SRM Framework*, in D. Busch, G. Ferrarini (eds), *European Banking Union*, Oxford University Press, 2015, 399 ss.

rivelata eccessiva, poiché il patrimonio netto dell'ente è risultato più consistente di quello ipotizzato.

Sia essa *ex ante*, o *ex po*st, la valutazione deve essere sempre affidata a tecnici esperti, competenti e indipendenti[284]. Nel caso della valutazione *ex ante*, potrebbe insorgere un conflitto tra l'esperto e l'autorità di risoluzione. La quantificazione del capitale necessitante per la risoluzione non necessariamente, infatti, potrebbe soddisfare la raccomandazione del legislatore europeo, secondo cui, nell'ipotesi in cui l'ente in crisi presenti un patrimonio netto positivo, "*la conversione è effettuata a un tasso di conversione tale da diluire fortemente le quote di partecipazione in azioni e altri titoli di proprietà*"[285].

D'altra parte, l'obiettiva difficoltà di definire anche il valore ipotetico del sacrificio che possono sottopotere i detentori dei titoli della banca senza violare il principio del NCWO è ben presente al legislatore europeo, e costituisce un problema anche per la sua

---

[284] Sull'indipendenza dell'esperto si rinvia a quanto osserva F. CAPRIGLIONE, *Luci e ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi*. Scritto per il Convegno *Salvataggio bancario e tutela del risparmio*, in *Riv. dir. banc.,* 2, 2016, 5 s., il quale ritiene che il suo recepimento nella normativa italiana abbia disatteso il criterio per la valutazione delle attività e passività ai fini della risoluzione previsto dall'art. 36 della BRRD. Il legislatore europeo ha previsto che quella valutazione "*equa, prudente e realistica*", debba essere svolta da una "*persona indipendente da qualsiasi autorità pubblica, compresa l'autorità di risoluzione, e dall'ente*", mentre il D. Lgs. 180/2015 (art. 23) stabilisce che essa «*è effettuata su incarico della Banca d'Italia da un esperto indipendente, ivi incluso il commissario straordinario nominato ai sensi dell'articolo 71 del Testo Unico Bancario»; il che suscita, ritiene l'autore, delle perplessità, che trovano conferma nella previsione, di dubbia legittimità costituzionale, dell'art. 26 dlgs che limita la «tutela giurisdizionale contro la valutazione*». "*E' evidente come si versi in presenza di una lettura della normativa europea che ne altera l'originaria portata, in quanto viene previsto un'potere di nomina' degli esperti indipendenti in luogo di un mero onere a provvedere*".

[285] Cfr. art. 47, par. 1, della Direttiva 2014/59/UE. Di tenore analogo il primo comma dell'art. 55 del d. lgs, 180/2015 dove è stabilito 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 l'incidenza delle azioni e delle altre partecipazioni esistenti*".

applicazione in giurisdizioni diverse da quella europea[286]. La consapevolezza di tale difficoltà è evidenziata dalla previsione che attribuisce all'ABE il compito di "*elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione che specificano la metodologia di esecuzione della valutazione di cui al presente articolo, in particolare la metodologia di valutazione del trattamento che gli azionisti e i creditori avrebbero ricevuto se l'ente soggetto a risoluzione fosse stato sottoposto a procedura ordinaria di insolvenza all'atto di adozione della decisione*"[287].

La disponibilità di un insieme di regole tecniche costituisce un utile supporto soprattutto per definire metodologie quantomeno omogenee in modo da assicurare un'applicazione della disciplina in esame sostanzialmente uniforme sul tutto il territorio europeo. Ciò chiaramente non impedisce che il perito indipendente nella propria attività possa applicare tali metodologie con un margine di discrezionalità e che le decisioni dell'autorità di risoluzione possano essere fonte di contenzioso[288], circostanza

---

[286] Cfr. per gli Stati Uniti d'America, T. PHILIPPON e A. SALORD, *Bail-ins and Bank Resolution in Europe: A Progress Report Geneva Reports on the World Economy*, Special Report 4, International Center for Monetary and Banking Studies, 2017, 13.

[287] Cfr. art. 74, par. 4, della Direttiva 2014/59/UE.

[288] V. DE SERIÈRE e D. VAN DER HOUWEN, *No Creditor Worse Off" in Case of Bank Resolution: Food for Litigation?*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, Issue 7, 2016. Malgrado affermino che la determinazione degli eventuali indennizzi agli azionisti e ai creditori derivanti dall'applicazione del NCWO possa essere "*food for Litigation*", i due autori ritengono, però, che l'applicazione di questo principio "*forces the resolution authorities to apply resolution tools in a manner that is at least as effective as the use of available tools by a trustee in bankruptcy. This means that application of the principle (viz the threat of compensation claims) enhances effectiveness and proportionality [e che se non fosse applicato] the resolution authorities would not (or not to the same extent) be subject to the necessary legal checks and balances that are required to be in place to justify government intervention*" 377; poiché l'applicazione del NCWO evita che gli azionisti e i creditori subiscano con il ricorso alla risoluzione un danno maggiore rispetto all'assoggettamento della banca ad una normale procedura, essi giungono alla conclusione che "*in reality, no other mechanism comes to mind that achieves fairness in the same recognisable objective manner*", 377. Per una ragione analoga a quella appena vista, il NCWO è valutato positivamente anche da G. GUIZZI, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corr. giur.*, XII, 2015, 1485, che considera il principio del *no creditors worse off* un fattore di convergenza

quest'ultima causa di preoccupazioni per il Parlamento europeo[289]. Al riguardo, occorre tuttavia evidenziare come il rischio legale è insito nella struttura stessa del principio del NCWO. Poiché come si è illustrato il sacrificio da sopportare è il risultato del confronto tra un valore della perdita stabilito in anticipo dall'autorità di risoluzione al momento della decisione di sottoporre l'ente a risoluzione e il valore ipotetico della perdita che si sarebbe sostenuta nel caso della sua liquidazione, la determinazione di quest'ultimo si presta a contestazione da parte dei detentori dei titoli della banca.

Le valutazioni in merito al fabbisogno necessario a eseguire la risoluzione possono risultare erronee in un senso come nell'altro. Non si può infatti escludere che, contrariamente a quanto inizialmente stimato, la ristrutturazione dell'istituto di credito necessiti di un ammontare inferiore rispetto a quello ipotizzato in partenza. Al ricorrere di questa circostanza, deve essere posto un rimedio allo squilibrio registrato tra la valutazione *ex ante* e la verifica *ex post*, con la necessaria rivalutazione dei titoli eventualmente svalutati. Fermo restando la valutazione del danno ipotetico che avrebbero ricevuto dalla liquidazione dell'ente, il minor apporto finanziario effettivo richiesto per la risoluzione dell'ente, in ossequio al principio del NCWO, comporta un innalzamento del valore dei titoli posseduti dagli azionisti. Gli investitori che invece hanno subito l'azzeramento dei propri diritti dovranno essere indennizzati. Dal momento che le maggiori perdite subite sono il risultato di errori di valutazione dell'autorità di risoluzione l'onere di rimborsare i danneggiati è fatto ricadere sul meccanismo di finanziamento della risoluzione[290].

---

tra l'interesse pubblico della continuazione delle funzioni della banca in crisi e gli interessi privati di azionisti e creditori a subire il minor danno possibile.

[289] Si veda PARLAMENTO EUROPEO, *Unione bancaria - Relazione annuale 2015. Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2016 sull'Unione bancaria – Relazione annuale 2015 (2015/2221(INI))*, punto 56, dove si "*invita la Commissione ad avanzare proposte per ridurre ulteriormente i rischi legali di ricorsi presentati in virtù del principio secondo cui nessun creditore può essere svantaggiato*", testo reperibile all'indirizzo http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2016-0093_IT.pdf

[290] Cfr. art. 75, par. 1, della Direttiva 2014/59/UE.

5. La cessione di beni e rapporti giuridici a un soggetto terzo

Per garantire la continuità delle attività della banca in dissesto l'autorità di risoluzione può ricorrere alla vendita dell'attività d'impresa della banca, cedendo "*a un acquirente diverso da un ente-ponte: a) azioni o altri titoli di proprietà emessi da un ente soggetto a risoluzione; b) tutte le attività, i diritti o le passività, o una parte di essi, dell'ente soggetto a risoluzione*"[291]. Al pari di quanto previsto per gli altri strumenti della risoluzione, anche per la cessione delle attività gli azionisti non possono sottrarsi all'obbligo di trasferimento[292], né l'autorità di risoluzione deve ottemperare agli obblighi procedurali previsti dal diritto societario o in materia di valori mobiliari[293]. Attribuendo all'autorità di risoluzione questi ampi poteri il legislatore ha voluto, evidentemente, evitare ritardi e comportamenti ostruzionisti o strategici da parte dei vecchi azionisti che potrebbero esercitare pressioni per la ricerca di acquirenti diversi da quelli selezionati dall'autorità di risoluzione[294], pregiudicando così quella semplicità operativa dello strumento che potrebbe farlo preferire ad altri[295].

Dal punto di vista fattuale, l'obiettivo di garantire la prosecuzione dell'attività della banca in dissesto è perseguibile allo stesso modo con la vendita di diritti, passività e attività o

---

[291] Cfr. art. 39, par. 1, della Direttiva 2014/59/UE. Per un esame dettagliato di questo strumento di risoluzione si v. M. RISPOLI FARINA e L. SCIPIONE, *La vendita e la separazione delle attività,* cit., spec. 549 ss.*;* M. LAZCANO HORMAECHE, *The Sale of Business Tool*, in Aa. Vv., *Understanding bank recovery and resolution in the Eu: a guide book to the BRRD*, World Bank, 2017, 121 ss.

[292] È evidentemente questo l'obbligo al quale si riferiscono L. DONATO - Z. ROTONDI - A. SCOGNAMIGLIO, *La disciplina europea sulle crisi bancarie: dal modello normativo all'impatto per il sistema bancario italiano*, cit., 85, affermando che "*La vendita di attività (artt. 38 BRRD e 40 d.lgs. 180/2015) consiste nella cessione obbligatoria, a condizioni di mercato e in modo trasparente, delle azioni o delle attività e passività*".

[293] Cfr. art. 39, par. 1, ultimo periodo, della Direttiva 2014/59/UE.

[294]Cfr. C. HADJIEMMANUIL, *Bank stakeholders' mandatory contribution to resolution financing: principle and ambiguities of bail-in*, cit., 229 e ss.

[295] J. H. BINDER, *The Relevance of the Resolution Tools Within the SRM*, EBI Working Paper Series 2018 – no. 29**,** 2018, 11 ss., https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3274520.

con la cessione delle azioni e degli altri titoli di proprietà emessi dall'istituto in dissesto. La cessione dell'azienda bancaria era possibile anche con la normativa previgente all'entrata in vigore delle norme di recepimento della BRRD. La dottrina mette in luce la novità introdotta dalla Direttiva in esame anche con riferimento a questo, ma con posizioni diverse circa la sua portata. L'opinione di chi ritiene che "*l'unico aspetto che presenta un qualche profilo innovativo riguarda la specifica menzione del potere di cedere azioni e altri titoli di proprietà, mentre prima era solamente implicita nella cessione di attività, passività, rami d'azienda e rapporti giuridici individuabili in blocco*"[296], convive con posizioni più esplicite di chi ritiene che la possibilità della cessione dell'impresa bancaria attraverso la vendita delle azioni e dei titoli di proprietà costituisca "*qualcosa di interamente nuovo e potenzialmente rivoluzionario [...]. La vendita prevista dalla direttiva può infatti avere ad oggetto non solo attività, diritti e passività in blocco, ma anche le azioni e gli altri titoli che danno diritti sull'ente soggetto a resolution, intervenendo dunque sulla sua struttura proprietaria. In sostanza, si supera l'approccio tradizionale secondo cui gli strumenti delle procedure colpiscono il patrimonio, ma lasciano intatto il soggetto, pur svuotato del suo patrimonio: oggetto dell'espropriazione non è più solo il patrimonio, ma la stessa persona giuridica che ne è titolare*"[297]. L'aspetto di maggiore novità relativo allo strumento della vendita dovrebbe in realtà essere considerato non tanto la modalità che essa avvenga attraverso la cessione delle azioni, quanto l'annullamento dei diritti amministrativi dei loro possessori, conseguente all'obbligo di cessione al quale devono sottostare per decisione dell'autorità di risoluzione.

La continuazione delle funzioni della banca, perseguita attraverso la cessione del suo patrimonio, consente di tutelare i diritti dei depositanti, che cessando di essere clienti di una banca in crisi e diventandolo di un ente solvibile hanno la possibilità di conservare intatto il loro credito e di poterne disporre senza interruzioni materiali.

---

[296] Cfr. P. ROSSI, *Banking resolution e tutela del risparmio, tra bail out e bail in*, cit., 11.

[297] L. STANGHELLINI, La *disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva* europea, cit., 168.

5.1. brevi cenni sulle modalità utilizzabili per la cessione dell'azienda bancaria.

Ai fini della salvaguardia dei diritti patrimoniali degli azionisti e dei creditori della banca in risoluzione è di particolare rilevanza il prezzo al quale l'autorità di risoluzione riesce a concludere l'operazione di cessione. I criteri stabiliti dalla BRRD configurano una vendita a condizioni di mercato[298], nel rispetto della parità di trattamento dei potenziali acquirenti e con l'obiettivo di ricavare l'importo più elevato possibile dalla vendita delle azioni o degli altri titoli di proprietà, attività, diritti o passività; verosimilmente, i valori da considerare come base dovrebbero essere quelli risultanti dalla valutazione dell'esperto indipendente[299]. Nel caso in cui lo ritenesse necessario per salvaguardare la stabilità del sistema finanziario, per evitare di pregiudicare gli interessi legittimi dell'ente in questione e di fuorviare il pubblico, l'autorità di risoluzione potrebbe ritardare di rendere note al mercato le informazioni sull'offerta. Sulle modalità di svolgimento della vendita, il legislatore ha riservato all'autorità pubblica un altro importante margine decisionale. Essa può infatti decidere di effettuare la cessione intavolando trattative individuali con i possibili acquirenti qualora dovesse ritenere che la selezione con le procedure da applicare ordinariamente comprometterebbe l'efficacia dello strumento o il perseguimento degli obiettivi della risoluzione, così come nel caso in cui il dissesto o la possibilità di dissesto dell'ente soggetto a risoluzione costituirebbe una minaccia sostanziale per la stabilità finanziaria o

---

[298] Cfr. art. 39, par. 2, della Direttiva 2014/59/UE. Ai sensi di questa norma, la vendita: a) deve essere improntata alla massima trasparenza possibile e l'autorità è tenuta a fornire informazioni corrette sull'oggetto della vendita, b) non deve favorire né discriminare in modo indebito potenziali acquirenti; c) non deve generare conflitto di interessi; d) non deve conferire alcun vantaggio indebito a un potenziale acquirente; e) deve tenere conto della necessità di effettuare un'azione rapida di risoluzione; f) deve mirare mira a ottenere il prezzo più alto possibile per la vendita delle azioni o altri titoli di proprietà, attività, diritti o passività in questione. Per un'interpretazione di questi singoli obblighi cfr. AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti sulle circostanze materiali che costituiscono una minaccia sostanziale per la stabilità finanziaria e sugli elementi relativi all'efficacia dello strumento per la vendita dell'attività d'impresa (articolo 39, paragrafo 4, della direttiva 2014/59/UE)*, 5 s. EBA/GL/2015/0407.08.2015, https://eba.europa.eu/documents/10180/1156647/EBA-GL-2015-04_IT_GL+sale+of+business+tool.pdf/156b9c67-793a-450c-a1f8-b62f502172bd

[299] Cfr. art. 39, par. 3, della Direttiva 2014/59/UE.

la aggraverebbe[300]. L'ABE, come richiesto dalla BRRD[301], ha specificato le circostanze materiali da considerare per valutare l'esistenza di una tale minaccia. L'Autorità bancaria europea ha ritenuto sussistere un rischio sostanziale per la stabilità finanziaria in presenza di almeno una di queste circostanze: rischio di una crisi sistemica e di interruzione delle funzioni essenziali; ritiro delle fonti di finanziamento a breve termine o dei depositi; diminuzioni dei prezzi delle azioni degli enti o del valore delle attività detenute dagli enti; una riduzione delle fonti di finanziamento (*funding*) a breve o medio termine disponibili per gli enti; una perturbazione del funzionamento del mercato del funding interbancario; aumenti dei prezzi per la copertura contro il rischio d'insolvenza o un declassamento dei rating degli enti o di altri partecipanti al mercato che sono rilevanti per la situazione finanziaria degli enti[302]. Come, si è avuto già modo di osservare in altri casi, anche in questo le indicazioni dell'ABE sono molto sintetiche e prive di indicatori di dettaglio, con la conseguenza che, anche in questo caso, l'autorità di risoluzione gode ampi margini di discrezionalità nel decidere se procedere alla vendita dell'ente in risoluzione con un'offerta rivolta al mercato o attraverso trattative individuali.

Il ricorso all'una o all'altra modalità di vendita assume rilievo anche ai fini della normativa sugli aiuti di Stato. Se la vendita avviene attraverso la procedura alla quale partecipano più potenziali acquirenti, il prezzo di vendita è quello di mercato che si forma nella concorrenza che essi si fanno tra di loro. In questo caso quindi non dovrebbe aversi alcuna necessità di un aiuto di Stato. Dal lato dell'acquirente la conclusione della vendita deve ovviamente avvenire a un prezzo ritenuto conveniente al livello raggiunto. Dal lato dei venditori, quel prezzo incassato, alto o basso che sia, determina il livello del sacrificio dei loro diritti patrimoniali, ma se rispetta il principio del NCWO, non necessita di alcuna

[300] Cfr. art. 39, par. 3, della Direttiva 2014/59/UE.

[301] Cfr. art. 39, par. 4, della Direttiva 2014/59/UE.

[302] Cfr. AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti sulle circostanze materiali che costituiscono una minaccia sostanziale per la stabilità finanziaria e sugli elementi relativi all'efficacia dello strumento per la vendita dell'attività d'impresa (articolo 39, paragrafo 4, della direttiva 2014/59/UE,* 4 s.

integrazione[303]. Diverse ovviamente potranno essere la valutazione quando sia stato ritenuto necessario procedere ad una trattativa individuale per evitare una minaccia sostanziale per la stabilità finanziaria oppure per rendere accettabili a un acquirente le condizioni di vendita dell'ente in risoluzione, la qual cosa può concretizzarsi, per esempio, nella sua cessione a sconto. In questo caso, sebbene l'intervento non risulta finanziato mediante risorse pubbliche, l'operazione dovrà essere sottoposta al vaglio della Commissione europea, che sarà chiamata a valutarne la compatibilità con la disciplina *antitrust* europea.

La determinazione del prezzo della cessione non è, comunque, un'operazione semplice, poiché le variabili da considerare sono diverse, in alcuni casi anche in contrasto tra di loro, come implicitamente evidenzia anche l'ABE[304]. Sebbene l'autorità di cessione possa esercitare più volte il potere di cessione, la vendita non frammentata delle azioni, dei titoli di proprietà, delle attività, dei diritti e delle passività, è probabilmente la più conveniente non solo sul versante operativo ma anche su quello economico: la vendita "in blocco" consente di massimizzare il ricavato, anche per la monetizzazione del valore

---

[303] Cfr. AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Single Rulebook Q&A*, Question 2018_3699, https://eba.europa.eu/single-rule-book-qa/-/qna/view/publicId/2015_2339.

[304] Cfr. AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti sulle circostanze materiali che costituiscono una minaccia sostanziale per la stabilità finanziaria e sugli elementi relativi all'efficacia dello strumento per la vendita dell'attività d'impresa (articolo 39, paragrafo 4, della direttiva 2014/59/UE,* 6*: "Al fine di ottenere il prezzo più alto possibile per la vendita, come previsto alla lettera f) del medesimo articolo della direttiva 2014/59/UE, le autorità di risoluzione dovrebbero considerare la necessità di un'azione rapida, che può essere in conflitto con negoziazioni protratte sui prezzi o procedure di offerta, e gli obiettivi della risoluzione, in particolare la prosecuzione delle funzioni essenziali, che possono essere in conflitto con l'ottenimento del prezzo più alto possibile di vendita per talune aree operative. Inoltre, le autorità di risoluzione dovrebbero tener conto del fatto che alcuni potenziali acquirenti potrebbero essere più inclini a garantire la stabilità finanziaria, specialmente in ragione di fattori come la propria situazione finanziaria e di mercato, la propria struttura e il proprio modello imprenditoriale*". L'influenza di quest'insieme di variabili rende probabilmente difficile che "*Il cessionario delle azioni, o il cessionario del patrimonio della Banca, corrisponderà un prezzo, che sarà rappresentato dalla differenza tra il valore del patrimonio attivo della Banca 'risolta' e l'ammontare di tutte le passività che saranno assunte dal cessionario (e che troveranno, in questo modo, un soggetto responsabile più affidabile della Banca 'risolta')*", così S. BONFATTI, *Crisi bancarie in Italia 2015-2017*, in *Riv. dir. banc.*, 4, 2018, 12.

dell'avviamento dell'impresa bancaria[305], che, anche se in risoluzione, in alcuni casi potrebbe essere il suo *asset* più rilevante[306].

6. Lo strumento dell'ente ponte.

La BRRD disciplina la possibilità di gestire le crisi bancarie attraverso il ricorso a un ente-ponte, definito come un "*meccanismo per la cessione di azioni o altri titoli di proprietà emessi da un ente soggetto a risoluzione, o di attività, diritti o passività di un ente soggetto a risoluzione*"[307]. Lo strumento fu sperimentato negli Stati Uniti d'America[308] per arginare, nella seconda metà degli anni '80 del secolo scorso, la crisi delle casse di risparmio ed è stato successivamente impiegato per risolvere le crisi bancarie anche in altri Paesi[309].

Il ricorso a questo strumento consente all'autorità di risoluzione di trasferire ad un nuovo ente i diritti, le attività e le passività dell'istituto in dissesto al fine di assicurare la continuità delle funzioni da questo in precedenza esercitate[310]. L'istituto in dissesto

---

[305] Cfr. P. ROSSI, *Banking resolution e tutela del risparmio, tra bail out e bail in*, cit., 11. Per una più generale valutazione dei vantaggi derivanti dalle cessioni in blocco nella soluzione delle crisi bancarie si veda M. PERRINO, *Le cessioni in blocco nella liquidazione coatta bancaria*, Torino, 2005, 17; l'argomento è trattato anche in CALDERAZZI, *Commento sub art. 90, in Costa (a cura di)*, *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Torino, 2013, 885 ss.

[306] In questo senso M. PERRINO, *op. ult. cit.*, 193.

[307] Cfr. art. 1, par. 2, punto 60, della Direttiva 2014/59/UE.

[308] Per una panoramica sull'esperienza degli Stati Uniti d'America relativamente al ricorso alla *bridge bank* nel decennio della crisi delle casse di risparmio si rinvia a FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION, *Managing the Crisis. The FDIC and RTC Experience*, Volume one History, 1997, 172 ss. https://www.fdic.gov/bank/historical/managing/documents/history-consolidated.pdf

[309] J. R. LA BROSSE, *International Experience and Policy Issues in the Growing Use of Bridge Banks*, in J.R. LaBrosse, R. Olivares-Caminal e D. Singh (eds.), *Financial Crisis Management and Bank Resolution*, 2009, 217.

[310] Come ha precisato la BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guide to assessments of licence applications. Licence applications in general*, 2018, 11 "*Although temporary, bridge banks are credit institutions and are therefore subject to an ECB licence decision*", poiché l'ente ponte deve essere costituito in tempi brevi,

continua dunque a detenere i crediti e le attività deteriorate e quelle che l'autorità di risoluzione non considera utili e funzionali alla nuova entità[311].

La disciplina relativa alla costituzione, ai compiti e al funzionamento dell'ente ponte è contenuta agli articoli 40 e 41 della BRRD[312]. Dal punto di vista formale l'ente ponte è una persona giuridica che soddisfa i seguenti due requisiti:

a) è interamente o parzialmente di proprietà di una o più autorità pubbliche che possono includere l'autorità di risoluzione o il meccanismo di finanziamento della risoluzione ed è controllata dall'autorità di risoluzione;
b) è costituita al fine di ricevere e detenere, in tutto o in parte, le azioni o altri titoli di proprietà emessi da un ente soggetto a risoluzione, ovvero la totalità o parte delle attività, diritti e passività di uno o più enti soggetti a risoluzione al fine di mantenere l'accesso alle funzioni essenziali e vendere l'ente[313].

Poiché l'ente-ponte deve fungere sostanzialmente da *good bank* e proseguire le attività della banca in dissesto deve possedere una dotazione patrimoniale e finanziaria adeguata. Per questa ragione il legislatore europeo ha stabilito che "*nell'applicare lo strumento dell'ente-ponte, l'autorità di risoluzione assicura che il valore complessivo delle*

---

data l'urgenza di sostenere una banca in crisi, esso può iniziare ad operare con un'autorizzazione in deroga al rispetto dei requisiti previsti dalla Direttiva 2013/36/UE. https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.201803_guide_assessment_credit_inst_licensing_appl.en.pdf.

[311] Come è stato osservato da B. INZITARI, *BRRD, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. 180/2015)*, in *Ildirittodegliaffari.it*, 2016, 17, la nuova banca oltre ad ereditare il patrimonio della vecchia, gode anche di una discontinuità reputazionale, considerando che il giudizio sulla banca in crisi non fosse certo dei migliori.

[312] Per un esame complessivo delle norme della BRRD sull'ente ponte cfr. M. COSSA, *L'ente-ponte nella direttiva 2014/59 (BRRD)*, in M. P. Chiti e V. Santoro (a cura di), *L'unione bancaria europea*, Ospedaletto, 2016, 449 ss.; M. LAZCANO HORMAECHE, *The bridge institution tool (bridge bank)*, in Aa. Vv., *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, World Bank, 2017, 126 ss.

[313] Cfr. art. 40, par. 2, della Direttiva 2014/59/UE.

passività cedute a tale ente non superi il valore totale dei diritti e delle attività ceduti dall'ente soggetto a risoluzione o provenienti da altre fonti"[314]. Nel caso in cui il valore delle passività sia superiore a quello delle attività l'ente ponte non potrebbe coprire la differenza né quindi essere costituito[315]. La proprietà dell'ente-ponte può non essere totalmente pubblica e la BRRD non stabilisce neanche un livello minimo della proprietà pubblica. Ciò che, al riguardo, sembra essere rilevante non è la quota del capitale dell'ente detenuta dal settore pubblico quanto il fatto che la conduzione dell'ente risponda alle direttive di quest'ultimo[316]. La sua gestione è infatti attribuita *ex lege* all'autorità di risoluzione, tale considerazione ha condotto una parte della dottrina a considerare l'ente ponte come una temporanea banca di stato[317]. Al riguardo, occorre tuttavia evidenziare

---

[314] Cfr. art.40, par. 3, della Direttiva 2014/59/UE.

[315] L'ABE rispondendo ad un quesito teso a verificare la possibilità di autorizzare l'ente-ponte a coprire le perdite residue dopo che tutti i creditori che potevano esserlo sono stati sottoposti a *bail-in*, ha, infatti, chiarito che l'ente-ponte può essere costituto se la differenza tra passività e attività é coperta dal fondo di risoluzione o da un'altra fonte esterna all'ente e se le perdite assorbite dalle passività ammissibili ammontano almeno all'8% del totale delle passività dell'ente sottoposto a risoluzione, in merito cfr. AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Single Rulebook Q&A*, Question 2018_3699, consultabile all'indirizzo https://eba.europa.eu/single-rule-book-qa/-/qna/view/publicId/2018_3699.

[316] L'ABE ritiene che, escludendo la possibilità del totale possesso dell'ente-ponte da parte di un soggetto privato e considerando che le norme non definiscono né la percentuale di possesso da parte del settore pubblico né le modalità della suapresenza all'interno di tali enti, "*Against this background, and given that a minimisation of the use of public fundsis a key component of the resolution regime, a solution that allows control of the bridge institution with minimum ownership (for example by means of a "golden share") is acceptable under the provision of Article 40(2) BRRD*". AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Single Rulebook Q&A*, Question 2015_2342, https://eba.europa.eu/single-rule-book-qa/-/qna/view/publicId/2015_2342. La lettera b) par. 1 art. 41 della BRRD stabilisce che "*in base all'assetto proprietario dell'ente-ponte, l'autorità di risoluzione nomina o approva l'organo di amministrazione dell'ente-ponte*", la cui composizione dovrebbe quindi essere rappresentativa delle quote del capitale possedute da ogni proprietario. Sulla base dell'orientamento appena visto dell'ABE, l'autorità di risoluzione può nominare o approvare un organo di amministrazione dell'ente-ponte maggioritariamente composto da rappresentanti di azionisti privati che ne detengono la maggioranza del capitale, purché essi accettino almeno un potere di veto da parte della stessa autorità di risoluzione sulle scelte strategiche e gestionali dell'ente-ponte.

[317] G. HOGGARTH, J. REIDHILL e P. SINCLAIR, *On the resolution of banking crises: theory and evidence*, Bank of England, Working Paper n. 229, 2004, 12 s., considerano le "*Bridge banks are a form of temporary*

come la gestione dell'ente in questione da parte dell'autorità di risoluzione, può di per sé non essere sufficiente a farne una banca pubblica né a poterlo equiparare allo strumento di proprietà pubblica al quale lo Stato può sottoporre un istituto creditizio ai sensi dell'art. 58 della BRRD[318]. L'ABE individua quale principale differenza tra questi due strumenti il fatto che solo l'ente-ponte è uno strumento della risoluzione[319]. Ciò che li accomuna è la loro esistenza a tempo, la cui durata, in entrambi i casi, dipende dall'evoluzione dell'economia e del mercato[320]. Il divario temporale che l'ente-ponte colma tra la costatazione dell'inefficacia di un'eventuale ricapitalizzazione della banca in crisi e il momento in cui l'autorità di risoluzione può ricollocarla sul mercato a condizioni soddisfacenti, "*it also allows potential purchasers the time necessary to assess the bank's condition in order to submit their offers while at the same time permitting uninterrupted service to bank customers*"[321]. La *bridge bank* ha quindi lo scopo finale di permettere all'autorità di risoluzione di guadagnare il tempo necessario all'individuazione di un possibile compratore intenzionato ad acquisire il complesso aziendale precedentemente appartenuto alla banca in dissesto, evitando *medio tempore* l'interruzione dell'esercizio

---

government ownership. A number ofindustrializedcountries with systemic crises, such as Finland and Sweden, have assumed temporary ownershipof troubled large banks, to permit restructuring and subsequent sale to a private institution. Bridge banks offer a holding period so that a final resolution strategy can be affected. While the government can maintain the business operation of the bank, the set time period forces the resolution authority to focus on cleaning up the bank's balance sheet in preparation for selling it". Sul carattere di banca temporaneamente pubblica dell'ente-ponte, si veda anche FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION, *Managing the Crisis. The FDIC and RTC Experience*, cit., 172.

[318] Al fine di sottoporre un ente ponte a proprietà pubblica temporanea, gli Stati membri "*possono eseguire uno o più ordini di trasferimento azionario in cui il cessionario sia: a) un rappresentante designato dello Stato membro; oppure b) una società interamente di proprietà dello Stato membro*" paragrafo 2 art. 58.

[319] Cfr. AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Single Rulebook Q&A*, Question 2015_2344, https://eba.europa.eu/single-rule-book-qa/-/qna/view/publicId/2015_2344.

[320] L. STANGHELLINI, La *disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, cit., 169, considera la banca ponte una "*misura supplente a un'impossibile ricollocazione degli asset sul mercato*".

[321] BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Guidelines for identifying and dealing with weak banks*, 2015, 49, disponibile all'indirizzo internet: https://www.bis.org/bcbs/publ/d330.pdf.

delle funzioni essenziali dell'istituto originario. L'ente-ponte, può in effetti essere considerato "*una particolare versione dello strumento della vendita dell'attività*"[322].

Il tempo entro cui la vendita deve essere fatta è teoricamente definito, ma nei fatti il limite temporale previsto può essere diluito e addirittura eliminato. La BRRD prevede che l'autorità di risoluzione possa disporre la cessazione dell'ente ponte al verificarsi di una sola delle seguenti situazioni: a) fusione dell'ente-ponte con un'altra entità; b) l'ente-ponte cessa di soddisfare i requisiti di cui all'articolo 40, paragrafo 2[323]; c) vendita della totalità o della sostanziale totalità delle attività, diritti o passività dell'ente-ponte a un terzo; d) scadenza del termine, senza che questo venga prorogato; e) le attività dell'ente-ponte sono liquidate nella loro interezza e le sue passività sono completamente assolte[324]. Se entro due anni dal momento in cui la banca in risoluzione abbia eseguito l'ultima cessione all'ente ponte nessuna di queste condizioni si verifica l'autorità di risoluzione deve porre fine al suo funzionamento[325]. Tuttavia, se "*supporta i risultati*" (un'espressione, questa impiegata dal legislatore europeo, di non facile interpretazione) di una di queste condizioni, la scadenza dei due anni per la cessazione dell'ente, può essere prorogata, anche più volte, per un periodo di un anno; e, in ogni caso, la proroga è possibile se "*necessaria per assicurare la continuità di servizi bancari o finanziari essenziali*"[326]. Questa necessità può essere valutata con una certa discrezionalità

---

[322] M. RISPOLI FARINA e L. SCIPIONE, *La vendita e la separazione delle attività*, in M. P. Chiti e V. Santoro (a cura di), *L'unione bancaria europea*, Ospedaletto, 2016, 556

[323] In proposito, l'art. 40, par. 2, della Direttiva 2014/59/UE, stabilisce che: "*per «ente-ponte» s'intende una persona giuridica che soddisfa tutti i requisiti seguenti: a) è interamente o parzialmente di proprietà di una o più autorità pubbliche che possono includere l'autorità di risoluzione o il meccanismo di finanziamento della risoluzione ed è controllata dall'autorità di risoluzione; b)è costituita al fine di ricevere e detenere, in tutto o in parte, le azioni o altri titoli di proprietà emessi da un ente soggetto a risoluzione, ovvero la totalità o parte delle attività, diritti e passività di uno o più enti soggetti a risoluzione al fine di mantenere l'accesso alle funzioni essenziali e vendere l'ente [..]*".

[324] Cfr. art. 41, par. 3, della Direttiva 2014/59/UE.

[325]Cfr. art. 41, par. 5, della Direttiva 2014/59/UE.

[326] Cfr. art. 41, par. 6, lett. b), della Direttiva 2014/59/UE.

dall'autorità di risoluzione, la quale ha, quindi, un certo margine nel rinviare il momento in cui l'ente ponte perde la sua qualifica. Un limite all'eventuale intenzione dell'autorità di risoluzione di prorogare per un tempo eccessivo la vita della *bridge bank* potrebbe essere posto dalla Commissione europea qualora dovesse rilevare che la sua permanenza sul mercato possa distorcere la concorrenza[327], considerando anche che l'ente ponte può "*operare conformemente alla prassi di mercato senza particolari limitazioni dovute all'eccezionalità della situazione*"[328].

6.1. L'oggetto della cessione all'ente-ponte.

All'ente ponte possono essere cedute: a) le azioni o gli altri titoli di proprietà emessi da uno o più enti soggetti in risoluzione e b) tutte, o parte, delle attività, dei diritti o delle passività da questi posseduti. La BRRD prevede che l'ente ponte possa pagare un corrispettivo per le cessioni che riceve[329]. Non è del tutto semplice individuare la fonte di tale corrispettivo senza un apporto diretto da parte del fondo di risoluzione (con tutti i vincoli entro cui ciò sarebbe possibile), nel caso dovesse trattarsi di erogazioni monetarie (anziché quote di partecipazione al capitale dell'ente, cui si accennerà tra breve). Tuttavia, nell'ipotesi (improbabile) di un corrispettivo, questo sarebbe disposto a favore dell'ente

---

[327] Cfr. P. ROSSI, *La disciplina "emergenziale" delle crisi bancarie in Italia: dal decreto "salva banche" al decreto "salva risparmio". Quale protezione per i risparmiatori?*, in *Amministrazione in cammino*, 2017, 12.

[328] M. RISPOLI FARINA e L. SCIPIONE, *La vendita e la separazione delle attività*, cit., 559. Il possibile conflitto tra la libertà di azione dell'ente-ponte e le esigenze di tutela della concorrenza è evidenziato in B. INZITARI, *BRRD, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. 180/2015)*, cit., 17 il quale ritiene "*che all'ente-ponte siano consentite azioni e operazioni volte alla conquista di nuovi mercati o all'allargamento dell'attività purché coerenti con il raggio di azione temporale dell'ente-ponte stesso. […] [Ma deve] considerarsi che tali azioni ed iniziative potrebbero risultare non compatibili con la disciplina della concorrenza considerato che il nuovo soggetto bancario temporaneamente condotto dall'ente-ponte si potrebbe avvalere rispetto agli altri competitors, della posizione di vantaggio raggiunta per effetto della avvenuta applicazione delle misure di risoluzione*".

[329] Cfr. art. 40, par. 4, della Direttiva 2014/59/UE.

in risoluzione nel caso di cessione di attività e passività e dei soci nell'ipotesi in cui il trasferimento avesse ad oggetto le azioni e gli strumenti di capitale della banca in crisi.

La creazione dell'ente ponte senza cedere ad esso tutte le azioni, le passività e le attività della banca in dissesto può far sorgere disparità di trattamento[330] tra i detentori dei titoli che non vengono trasferiti e quelli invece ceduti[331]. Ciò dipende dalla previsione per cui azionisti e investitori della banca in dissesto, i cui titoli non sono stati oggetto di cessione, non possono vantare alcuna pretesa sulle attività, diritti e passività trasferite[332]; né possono chiamare a rispondere l'organo di amministrazione e l'alta dirigenza dell'ente ponte per le loro azioni, salvo che per atti o omissioni da essi commessi per grave negligenza o colpa grave, a condizione che pregiudichino direttamente i loro diritti[333].

Le cessioni all'ente ponte vengono disposte attraverso un provvedimento amministrativo (c.d. provvedimento di cessione) e sono dunque il risultato di un atto forzoso dell'autorità di risoluzione. Occorre infatti ricordare che la cessione necessaria per la costituzione della banca ponte, "*può essere effettuata senza ottenere il consenso degli azionisti degli enti*

---

[330] Con specific riferimento a questa circostanza J. H. BINDER, *The Position of Creditors Underthe BRRD*, Commemorative Volume in memory of Professor Dr. Leonidas Georgakopoulos, Bank of Greece's Center for Culture, Research and Documentation, 2016, 50, ritiene che il principio del pari passu sia violato dal fatto che i "*creditors whose claims rest with the insolvent bank will be repaid later, whereas creditors whose claims have been transferred will suffer no such liquidity shortfall. In this respect, the no-creditor-worse-off rule evidently offers no consolation whatsoever, as it refers to the economic outcome upon completion of resolution action and does not protect against liquidity shortfalls encountered in the course of the implementation*", consultabile all'indirizzo internet: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2698086.

[331] Sul punto cfr. P. CARRIÈRE, *Crisi bancaria e bail-in: prime noterelle sui decreti di recepimento della Direttiva BRRD*, in *Riv. dir. banc.*, 2016, 10, http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/carriere_p._crisi_bancaria_e_bail-in_prime_noterelle_sui_decreti_di_recepimento_della_direttiva_brrd_2016.pdf; M. RISPOLI FARINA e L. SCIPIONE, *La vendita e la separazione delle attività*, cit., 554 ss.

[332] Cfr. art. 40, par. 11, della Direttiva 2014/59/UE.

[333] Cfr. art. 40, par. 12, della Direttiva 2014/59/UE.

soggetti a risoluzione o di terzi diversi dall'ente-ponte e senza ottemperare agli obblighi procedurali del diritto societario o della legislazione sui valori mobiliari"[334], fatto salvo il loro diritto di impugnazione della decisione dell'autorità. Il trasferimento può essere eseguito senza che l'autorità di risoluzione consulti gli organi di amministrazione della banca cedente e anche contro le sue eventuali determinazioni. La norma consentirebbe all'autorità di risoluzione anche di interpellare i titolari dei diritti erosi dall'operazione che si appresta a realizzare. Ma difficilmente essi fornirebbero il loro consenso, mentre il loro coinvolgimento nella decisione potrebbe comprometterne l'efficacia, o almeno rallentarne l'attuazione, dell'operazione, che invece deve avvenire tempestivamente. Nel disegno del legislatore europeo, anche con riferimento a questo specifico strumento della risoluzione, è dunque evidente che la tutela dei diritti degli azionisti e dei creditori della banca in risoluzione perda di priorità rispetto all'obiettivo, perseguito con la cessione all'ente ponte, di "*facilitare la prosecuzione delle operazioni e dei servizi che, in questo modo, non subiscono soluzioni di continuità*"[335]. Si potrebbe anche argomentare, a sostegno della decisione autoritativa dell'autorità di risoluzione, che, almeno in alcuni casi, lo stato di dissesto della banca è stato causato proprio dalle scelte dei suoi azionisti, per cui un loro coinvolgimento difficilmente potrebbe risultare proficuo.

In ogni caso, l'annullamento o la riduzione di valore dei diritti patrimoniali dei detentori di titoli della banca cedente non è una conseguenza della decisione dell'autorità di risoluzione di creare l'ente ponte, ma della necessità di evitare che lo stato di dissesto della banca sfoci nella sua liquidazione; con la possibilità di salvare passività che avrebbero potuto perdere valore anche senza il ricorso alla liquidazione, ma per effetto della svalutazione conversione che avrebbero subito con l'applicazione del *bail-in*[336].

---

[334] Cfr. art. 40, par. 1, della Direttiva 2014/59/UE.

[335] M. RISPOLI FARINA e L. SCIPIONE, *La vendita e la separazione delle attività*, cit., 554 ss.

[336] Sul punto, cfr. T. F. HUERTAS, *European bank resolution: making it work!*, Interim report of the Ceps task force on implementing financial sector resolution, Centre for European Policy Studies**,** 2016, 12 secondo cui "*the bridge institution tool may be used to transfer insured deposits or deposits generally to a third party. As deposits have preference under the BRRD, it is possible for the resolution authority to cherry-pick the best of the failing bank's unencumbered assets and then match them against the deposit liabilities to be transferred to the bridge institution. This potentially permits depositors to have continued*

Non va peraltro dimenticato che l'autorità di risoluzione non può avviare un'azione di risoluzione dell'ente senza aver prima proceduto alla svalutazione o conversione dei suoi strumenti di capitale[337]. Quando il *bail-in* è utilizzato in combinazione con l'ente ponte, l'autorità di risoluzione può procedere alla capitalizzazione di quest'ultimo convertendo in capitale o svalutando il valore nominale dei crediti o dei titoli di debito ceduti[338]. In caso di conversione, si sostiene che "*the creditors become shareholders of the bridge bank on the basis of a current valuation and can sell their newly acquired shares at that time*"[339]. Le condizioni della conversione in azionisti della banca ponte dei creditori della banca in risoluzione sono particolarmente rilevanti ai fini della valutazione della perdita che questi ultimi sopportano (ovviamente, questa perdita può essere calcolata solo al momento della cessione ed è indipendente dall'andamento successivo del valore delle azioni dell'ente ponte). L'ammontare di tale perdita dipende, evidentemente, dal "valore corrente" dei titoli di credito da convertire e dal tasso di conversione. Relativamente alla prima variabile, si deve ritenere che il valore da considerare non sia quello nominale dei titoli, ma quello già eventualmente svalutato, coerentemente con quanto previsto dalla già citata norma della let. a), par. 3, art. 59.

6.2. Il potere di ritrasferimento alla banca in dissesto.

A seguito della cessione all'ente ponte delle attività e passività della banca in disseto, essa sarà, verosimilmente, posta in liquidazione, applicando la procedura ordinaria di insolvenza dello Stato membro in cui ha sede, con l'attribuzione degli eventuali riparti dell'attivo a creditori non ceduti e, eventualmente agli azionisti. Va in merito osservato come questi ultimi, come si è detto, non beneficiano degli eventuali proventi derivanti dalla cessazione del funzionamento dell'ente ponte, non potendo più vantare alcuna

---

access to their accounts, particularly if the bridge institution is immediately sold to a third party"; M. COSSA, *op. cit.*, 503.

[337] Cfr. art. 59, par. 3, lett. a), della Direttiva 2014/59/UE.

[338] Cfr. art. 43, par. 2, lett. b), punto i), della Direttiva 2014/59/UE.

[339] C. THOLE, *Bank Crisis Management and Resolution – Core Features of the Bank Recovery and Resolution Directive*, cit., 14.

pretesa sul patrimonio trasferito[340]. Si deve ritenere che la liquidazione dell'istituto in risoluzione non possa avvenire prima della conclusione dell'operazione relativa alla banca ponte. Oltre che per lo svolgimento di eventuali compiti strumentali al buon esito della banca ponte, l'esistenza in vita della banca in risoluzione potrebbe rivelarsi indispensabile per permettere all'autorità di vigilanza di avvalersi della possibilità di ritrasferire titoli attività e passività in precedenza ceduti. Le circostanze che consentono il ritrasferimento sono state individuate dalla BRRD[341]. Anche in questa ipotesi il (ri)trasferimento deve intendersi avere una natura forzosa, l'ente soggetto a risoluzione o i proprietari originari sono obbligati a riprendersi ciò che l'autorità di risoluzione decide di ritrasferirgli[342]. Nel silenzio, al riguardo, della normativa, non è facile ipotizzare come in concreto tale operazione possa avvenire e a quali condizioni. Verosimilmente nella definizione di queste ultime, l'autorità di risoluzione potrà assumere le sue decisioni con la stessa discrezionalità con la quale aveva deciso la costituzione dell'ente ponte, senza nessuna voce in capitolo degli azionisti, come si è visto. Ma la definizione di quelle condizioni può influenzare non poco sia il rispetto del principio del *no creditor worse off*, che deve essere applicato anche agli azionisti e agli altri creditori le cui attività e passività non sono state trasferite all'ente ponte, ma sono rimaste nella banca in risoluzione[343], sia per la determinazione della compensazione che dovrebbero incassare dal fondo di

---

[340] Cfr. art. 41, par. 8. della Direttiva 2014/59/UE.

[341]Cfr. art. 40, par. 7della Direttiva 2014/59/UE: "*Le autorità di risoluzione possono ritrasferire azioni o altri titoli di proprietà, ovvero attività, diritti o passivitàdall'ente-ponte in una delle circostanze seguenti: a) la possibilità di ritrasferire le specifiche azioni o altri titoli di proprietà, ovvero attività, diritti o passività è previstaespressamente dallo strumento mediante il quale è stata effettuata la cessione; b) le specifiche azioni o altri titoli di proprietà, ovvero attività, diritti o passività non rientrano di fatto nelle classi diazioni o altri titoli di proprietà, attività, diritti o passività definiti nello strumento mediante il quale è stata effettuata la cessione o non rispettano le condizioni per la cessione di tali azioni o altri titoli di proprietà, ovvero attività, diritti o passività. Tale ritrasferimento può essere effettuato entro i termini prescritti in detto ordine per lo scopo pertinente e soddisfa le altre condizioni ivi previste*".

[342] Cfr. art. 40, par. 6, lett. a) della Direttiva 2014/59/UE.

[343] Cfr. art. 74, della Direttiva 2014/59/UE.

risoluzione nel caso in cui dalla liquidazione dell'ente in risoluzione ricevano un trattamento peggiore di quello che avrebbero ottenuto in caso di fallimento della banca.

7. La cessione di beni e rapporti giuridici a una società veicolo per la gestione delle attività.

La Direttiva ha previsto la possibilità di gestire le situazioni di dissesto anche attraverso lo strumento della separazione delle attività, con questa espressione il legislatore europeo ha inteso definire una persona giuridica che possiede entrambi questi requisiti: "*a) è interamente o parzialmente di proprietà di una o più autorità pubbliche che possono includere l'autorità di risoluzione o il meccanismo di finanziamento della risoluzione ed è controllata dall'autorità di risoluzione; b) è stata costituita al fine di ricevere, in tutto o in parte, le attività, i diritti o le passività di uno o più enti soggetti a risoluzione o di un ente-ponte*"[344]. Poiché in genere la cessione riguarda titoli e attività tossiche o comunque deteriorate, il veicolo di gestione viene più comunemente denominato *bad bank* (malgrado la denominazione di *bank*, questo ente di norma non esercita l'attività bancaria). Questo è il solo strumento di risoluzione che l'autorità di risoluzione non possa impiegare singolarmente, ma deve essere abbinato a uno degli altri tre strumenti previsti. In mancanza di questa sua funzione ausiliare, che in alcune concrete situazioni può diventare di complementare necessità, non si giustificherebbe la creazione di una società che potrebbe, da un lato, come si vedrà, essere costituita da sole poste contabili di cattiva qualità[345], e, dall'altro, avere necessità di un apporto di risorse pubbliche.

La decisione di avvalersi di questo strumento è del tutto discrezionale per l'autorità di risoluzione. Si tratta, però, sempre di una discrezionalità condizionata al verificarsi di precise condizioni, che il legislatore europeo ha circostanziato specificando che l'autorità di risoluzione può cedere attività, diritti o passività dell'ente in dissesto al ricorrere di una delle seguenti condizioni: a) loro liquidazione con procedura ordinaria di insolvenza

---

[344] Cfr. art. 42, par. 2, della Direttiva 2014/59/UE. Per un'illustrazione dell'art. 42 cfr. M. LAZCANO HORMAECHE, *The Asset Separation Tool - Asset management vehicle (AMV)*, in Aa. Vv., *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, World Bank, 2017, 131 ss.

[345] Cfr. M. RISPOLI FARINA e L. SCIPIONE, *La vendita e la separazione delle attività*, cit., 560.

potrebbe incidere negativamente su uno o più mercati finanziari; b) tale cessione è necessaria per assicurare il corretto funzionamento dell'ente soggetto a risoluzione o dell'ente-ponte; c) tale cessione è necessaria per massimizzare i proventi della liquidazione[346]. Naturalmente, il ricorrere di una delle predette condizioni non obbliga l'autorità di risoluzione ad attivare lo strumento se non lo ritiene necessario.

La condizione di cui alla lettera a) non è di facile configurazione, tant'è che il legislatore europeo ha disposto l'emanazione da parte dell'ABE di specifici orientamenti per l'accertamento delle situazioni in cui la liquidazione delle attività o passività con procedura ordinaria di insolvenza potrebbe incidere negativamente su uno o più mercati finanziari[347]. L'obiettivo è evidentemente la convergenza in materia delle prassi di vigilanza e risoluzione, ma anche limitare la discrezionalità delle autorità di vigilanza che devono assumere le decisioni nei singoli casi concreti. Il documento prodotto dall'ABE[348], oltre a suggerire, alquanto tautologicamente, che "*nel valutare se il mercato di talune attività o passività sia tale che la liquidazione delle stesse con procedura ordinaria di insolvenza potrebbe incidere negativamente su uno o più mercati finanziari, le autorità di risoluzione dovrebbero valutare la situazione del mercato delle attività in questione e l'impatto derivante da una loro cessione sui mercati in cui sono negoziate e sulla stabilità finanziaria*"[349], indica tre macro elementi da considerare: l'esistenza di turbolenze nel mercato per le attività da cedere; l'impatto della loro cessione sui mercati in cui sono negoziate; la situazione dei mercati finanziari e gli effetti diretti o indiretti che la cessione potrebbe produrre. Per ognuno di questi tre elementi è indicata una serie di parametri da considerare (elencati in

---

[346] Cfr. art. 42, par. 5, della Direttiva 2014/59/UE.

[347] Cfr. art. 42, par. 5, della Direttiva 2014/59/UE.

[348] AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti in materia di accertamento delle situazioni in cui la liquidazione delle attività o passività con procedura ordinaria di insolvenza potrebbe incidere negativamente su uno o più mercati finanziari (articolo 42, paragrafo 14, della direttiva 2014/59/UE)*, ABE/GL/2015/05 07.08.2015, https://eba.europa.eu/documents/10180/1080779/EBA-GL-2015-05+Guidelines+on+the+asset+separation+tool.pdf/6441452a-d464-4618-9296-d71549a4f2c2

[349] *Ibidem,* 4.

due delle sei pagine del documento). Per nessuno di essi però viene fornito un indicatore quantitativo o almeno un livello di guardia che dovrebbe allertare l'autorità di risoluzione sugli effetti finanziari negativi che potrebbero derivare dalla liquidazione con procedura ordinaria di attività e passività dell'ente in dissesto, anziché dalla loro cessione a uno strumento della separazione delle attività. I livelli di quei parametri possono essere quindi interpretati dall'autorità di risoluzione, alla quale, alla fine, resta la valutazione circa la possibile reazione dei mercati finanziari. Al riguardo, tuttavia, non risulta agevole individuare una particolare attività la cui liquidazione con la procedura concorsuale possa di per sè produrre conseguenze negative non già sul mercato della specifica attività interessata bensì anche sui mercati finanziari di altri prodotti. In ogni caso, dovrebbe trattarsi di un volume rilevante di attività, tale che potrebbe essere detenuto solo da grandi banche di rilevanza sistemica globale. Inoltre, va considerato che considerati i tempi lunghi – con riferimento specifico a quelli italiani - della liquidazione con le procedure ordinarie di insolvenza è altamente improbabile che possa essere offerta al mercato contemporaneamente una quantità tale di titoli o beni da influenzarne l'andamento dei prezzi e delle altre variabili reali e finanziarie. Ammesso che un'unica banca in dissesto possa avere una tale massa di poste di bilancio la cui offerta potrebbe perturbare l'andamento di tali variabili, è più facile, tuttavia, che ciò si verifichi successivamente alla loro cessione allo strumento di separazione delle attività, il quale potrebbe essere messo nelle condizioni di realizzare il valore dei beni e dei titoli acquisiti attraverso la loro offerta diretta sul mercato in un periodo ristretto, senza attivare, a sua volta, le ordinarie procedure giudiziarie di recupero. Poiché ne potrebbe derivare un crollo di quel valore, questo caso è ipotizzabile solo astrattamente dal momento che ciò contrasterebbe con l'esigenza di massimizzare i proventi della liquidazione, un obiettivo più facilmente realizzabile senza porre un limite temporale all'operatività dello strumento. La BRRD non stabilisce, infatti, alcun termine[350] entro cui lo strumento deve completare il suo

[350] Il solo vincolo temporale che deve essere rispettato è quello stabilito dalla stessa autorità di risoluzione per ritrasferire diritti, attività o passività dal veicolo di gestione delle attività all'ente soggetto a risoluzione (par. 9 e 10 art. 42 BRRD), che è obbligato a riprendersele. Questa possibilità deve essere prevista già con lo strumento del trasferimento, con cui si stabilisce anche il termine per esercitarla. Il ritrasferimento può riguardare solo "*gli specifici diritti, attività o passività non rientrano di fatto nelle classi di diritti, attività*

mandato[351]. Ciò consente, all'occorrenza, di diluire nel tempo la liquidazione degli *assets* e dei titoli trasferiti in attesa del sopraggiungere di condizioni di mercato più favorevoli alla loro vendita, senza essere costretti ad accettare il prezzo all'approssimarsi del momento stabilito per la liquidazione dello strumento[352]. L'effetto positivo della possibilità di attendere che sui mercati si manifesti una domanda sufficiente ad assorbirne l'offerta può essere particolarmente positivo nel caso in cui il patrimonio della *bad bank* sia costituito da titoli di credito che hanno come collaterali garanzie reali. Caso tipico, al riguardo, è quello delle sofferenze bancarie, cioè di quei crediti concessi a clienti di cui si valuta l'irreversibile incapacità, anche se non ancora accertata in sede giudiziaria, di saldare i propri debiti. La loro cessione ad una *bad bank* potrebbe consentire un tasso di recupero del valore originario del credito superiore a quello che la banca potrebbe ottenere cedendo i crediti in sofferenza ad operatori specializzati di mercato e più vicino a quanto potrebbe ricavare chiudendo le singole posizioni creditorie con il ricorso alle procedure ordinarie[353]. Naturalmente questo effetto positivo si produrrebbe solo se l'autorità di risoluzione ritenesse che dalla separazione delle attività potrebbe ricavare un corrispettivo

---

o passività definiti nello strumento mediante il quale è stata effettuata la cessione o non rispettano le condizioni per la cessione di tali diritti, attività o passività" (lett. b), par. 10, art. 42).

[351] Cfr. art. 42, par. 3, della Direttiva 2014/59/UE, nel quale è indicato che il compito della *bad bank* è quello di gestire "*le attività ad esso cedute al fine di massimizzare il valore delle attività attraverso la vendita finale ovvero la liquidazione ordinata*".

[352] D. SCHÄFER e K. F. ZIMMERMANN, *Bad Bank(s) and Recapitalization of the Banking Sector*, in *Intereconomics - Review of European Economic Policy*, 44, 2009, 9 s., elencano i seguenti fattori di successo di una bad bank: "*Troubled assets have been purchased/taken over at a low price; Active management of these assets is possible; Financial experts are involved who know how to deal with such assets; Time is available; A clear governance structure has been implemented*", https://www.researchgate.net/publication/225652160_Bad_Banks_and_Recapitalization_of_the_Banking_Sector

[353] Con riguardo alla notevole differenza del tasso di recupero tra la chiusura delle singole posizioni in sofferenza attraverso le procedure ordinarie e la loro cessione al mercato nel caso italiano cfr. A. L. FISCHETTO, I. GUIDA, A. RENDINA, G. SANTINI e M. SCOTTO DI CARLO, *I tassi di recupero delle sofferenze nel 2017*, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, Banca d'Italia, 13, 2018; F. M. CONTI, I. GUIDA, A. RENDINA e G. SANTINI, *I tassi di recupero delle sofferenze nel 2016*, *ivi*, 11, 2017.

superiore a quello che avrebbe potuto ricavare dalla loro cessione al mercato. Ricordando che il corrispettivo può essere anche negativo[354], e che quindi può essere l'ente in risoluzione che paga per cedere, va sottolineato che la discrezionalità dell'autorità di risoluzione nel definire il valore delle poste di bilancio da cedere dovrebbe trovare un limite nella valutazione che ne fa l'esperto indipendente ai sensi dell'art. 36 della BRDD[355]. Inoltre, nella determinazione del corrispettivo positivo da riconosce alla *bad bank* occorre considerarne le conseguenze sui diritti dei titolari delle attività e passività non cedute della banca oggetto di *bail-in* e sul fondo di risoluzione. Poiché i corrispettivi pagati dall'ente di gestione sono incassati da quest'ultimo[356], più essi sono alti e minore è il sacrificio richiesto dal *bail-in*. Per contro, però, qualora il corrispettivo pagato non potesse essere interamente recuperato, lo sbilancio dovrebbe essere coperto dai detentori del capitale della società veicolo, e quindi anche dal meccanismo di finanziamento della risoluzione e dall'autorità di risoluzione, che della società veicolo decide strategia e gestione[357].

Con la cessione a una società veicolo, dei crediti deteriorati o di problematica valutazione, la banca in risoluzione migliora la qualità del suo attivo e accresce le sue potenzialità operative. La misura del miglioramento del suo equilibrio di bilancio dipende dal

---

[354] L'ultimo periodo del sesto paragrafo dell'art. 42 recita: "*Il presente paragrafo non osta a che il corrispettivo abbia un valore nominale o negativo*". La traduzione dall'inglese del termine "*nominal*" nell'italiano "*nominale*" rende incomprensibile il senso della norma. La traduzione adeguata è quella usata dal legislatore italiano che ha tradotto quel termine inglese nell'italiano "*simbolico*" (c. 2 art. 46 d. lgs. 180/2015). Con questa stessa norma il legislatore italiano ha specificato che nel caso in cui il valore delle passività trasferite sia superiore a quello della attività, l'autorità di risoluzione può versare alla società veicolo un prezzo a compensazione del maggior valore delle passività o una somma a copertura delle spese per il suo funzionamento, se ciò non viola la disciplina sugli aiuti di Stato.

[355] Per una considerazione dell'importanza per la stabilizzazione del settore del credito del prezzo di cessione dei titoli tossici alle *bad banks*, cfr. A. HAUCK, U. NEYER e T. VIETEN, *Re establishing stability and avoiding a credit crunch: Comparing different bad bank schemes*, in *DICE Discussion Paper*, 31, 2011, disponibile all'indirizzo internet: https://www.econstor.eu/bitstream/10419/49094/1/667627928.pdf.

[356] Cfr. art. 42, par. 7, della Direttiva 2014/59/UE.

[357] Cfr. art. 42, par. 4, della Direttiva 2014/59/UE.

corrispettivo che riceve, se lo riceve, e da quanto il suo valore si avvicina al valore residuo per il quale i crediti ceduti erano iscritti a bilancio. L'effetto dipende da queste condizioni non dallo strumento di pagamento usato, che può avvenire anche "*sotto forma di debito emesso dal veicolo di gestione dell'attività*"[358]. In quest'ultimo caso nell'attivo della banca in risoluzione i crediti deteriorati, il cui importo nel tempo potrebbe necessario svalutare ulteriormente, verrebbero sostituti da titoli che potranno essere iscritti a bilancio per il cui valore nominale e mantenuti per tale importo fino alla loro scadenza, se la società veicolo assolve il suo compito come previsto (o se assistiti da una garanzia pubblica, come dovrebbe essere possibile rilasciandola a fronte del pagamento di commissioni commisurate a quelle praticate dal mercato).

La *bad bank* è uno strumento alle quali si è fatto un notevole ricorso per la gestione dei dissesti bancari sia prima sia a partire dall'esplodere della crisi finanziaria alla fine dello scorso decennio[359]. In entrambi i periodi la loro costituzione è avvenuta per iniziativa e/o con il forte sostegno degli Stati, la cui partecipazione non sempre ha pesato in misura rilevante sui loro bilanci. I modelli utilizzati sono diversi. In alcuni casi sono state promosse *bad banks* "nazionali", nelle quali sono stati riversati i titoli tossici dell'insieme del sistema bancario di uno Stato o di parti rilevanti di esso, come nel caso della spagnola Sareb e dell'irlandese Nama; in altri casi è stata costituita una società veicolo per la cessione degli attivi di cattiva qualità di ogni singola banca. Molte di queste operazioni sono state realizzate prima dell'entrata in vigore della Brrd, per cui non hanno prodotto perdite rilevanti per gli azionisti e gli investitori delle banche. Alla fine, sostanzialmente, la *bad bank* è diventato strumento per far tornare ad essere una *good bank* una banca in dissesto e per favorire la nascita di una banca ponte in attesa di poterla successivamente vendere a investitori privati. In quei casi la *bad bank* "*costituisce, sotto certi profili, il*

[358] Cfr. art. 42, par. 7, della Direttiva 2014/59/UE.

[359] Tra il 2008 e il 2014 sono state promosse 15 società veicolo da 12 Stati dell'Unione europea, al riguardo cfr. C. GANDRUD e M. HALLERBERG, *Bad banks in the EU: the impact of Eurostat rules, Bruegel working paper*, 2014, consultabile all'indirizzo internet: https://bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/Bad_Banks_in_the_EU.pdf

corrispondente in "negativo" della bridge bank"[360], di cui può assolvere un'essenziale funzione di complementarietà[361].

8. Il finanziamento esterno delle operazioni di salvataggio bancario.

L'applicazione delle regole europee per la gestione delle crisi bancarie comporta, come si è visto, un radicale cambiamento nella provenienza delle risorse finanziarie da impiegare per superare la condizione di dissesto degli enti o per evitare tale rischio. A partire dalla Comunicazione della Commissione europea del 2013, con l'introduzione del *burden sharing*, la possibilità di evitare la liquidazione di una banca e assicurarne la sopravvivenza attraverso il prevalente ricorso al finanziamento pubblico, in forma diretta o indiretta, era diventata progressivamente più problematica. Con l'entrata in vigore della BRRD e la sostituzione del *bail-out* con il *bail-in*, l'apporto di risorse pubbliche è diventato uno strumento non risolutivo della crisi e il suo utilizzo assoggettato a precise condizioni.

Il cambio di paradigma non ha, tuttavia, escluso in maniera assoluta la possibilità di finanziare le operazioni di ristrutturazione degli istituti creditizi attraverso il ricorso a fonti esterne alla banca, qualora l'utilizzo delle sole risorse interne non si dimostrasse sufficiente a garantirne il salvataggio o una ordinata uscita dal mercato.

---

[360] M. COSSA, *op. cit.*, 503.

[361] La complementarietà tra i due strumenti è così illustrata da S. GLEESON, *Legal Aspects of Bank Bail-Ins*, LSE financial market group, Special paper 205, 2012, 16: "*The classical bank resolution mechanism involves transferring assets (usually good loans) and liabilities (usually retail and corporate deposits) into a "good bank" (a "bridge bank") in such a fashion that the bridge bank remains solvent (and can be wound down and sold at a later stage) or to a rival purchaser . The remainder (including ownership of the good bank) will be left in the initial institution - now the 'bad bank' - which is likely to be very bad indie*", http://www.lse.ac.uk/fmg/assets/documents/papers/special-papers/SP205.pdf; sul punto si v. anche G. BOCCUZZI, *L'Unione bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancaria*, Bancaria editrice, Roma 2015, 117. Per una semplificazione contabile della complementarietà tra i due enti cfr. R. MORETTI - R. DE LISA - M. DE CESARE - F. PLUCHINO, *La gestione delle crisi delle banche e i ruoli dei fondi di garanzia: casistica europea e inquadramento degli interventi di sostegno del FITD*, cit., 24 ss.

Il sostegno esterno al superamento della crisi[362], è possibile solo se i titolari degli strumenti di capitale dell'istituto e delle altre passività ammissibili abbiano contribuito a sostenere i costi di risanamento dell'ente in misura non inferiore all'8%[363] (al netto delle eventuali perdite già assorbite) delle passività totali[364]. L'importo derivante dall'applicazione di questa percentuale, essendo calcolato sul totale delle passività, può essere superiore all'importo complessivo dato dalla somma del valore delle azioni, degli altri strumenti di capitale pertinenti e delle altre passività subordinate; in tal caso per il raggiungimento di tale soglia può risultare necessario coinvolgere nelle perdite anche le obbligazioni *senior* e i depositi non garantiti.

Poiché quella indicata è la percentuale minima di apporto interno richiesto, è da ritenere che possa essere discrezionalmente aumentata dall'autorità di risoluzione. Ovviamente, maggiore è il sacrificio imposto ai creditori dell'istituto, minore sarà la necessità di risorse esterne. L'autorità di risoluzione potrebbe essere, pertanto, indotta ad aumentare la percentuale di *burden sharing*, in ossequio al principio che il salvataggio della banca debba essere sostenuto dai contribuenti nella misura più contenuta possibile. L'applicazione di questa percentuale dell'8%, come condizione per l'apporto finanziario

---

[362] Per una trattazione generale della questione, cfr. CIRAOLO, *Il finanziamento esterno delle risoluzioni bancarie: tra tecniche normative e diritto vivente*, Padova, 2018

[363] Cfr. J. DONATI, *La ricapitalizzazione interna delle banche mediante bail-in,* cit., 601, nt. 4; E. MARTINO, *Subordinated Debt Under Bail-in Threat*, in *University of Bologna law rewiew*, vol. 2.2, 2017, 282. Sull'aleatorietà dell'individuazione di questo specifico livello di *burden sharing* cfr. A. GARDELLA, *ult. op. cit.*, 201. Con la previsione di uno standard minimo di partecipazione alle perdite il legislatore europeo ha perseguito (Considerando 57 della BRRD) l'obiettivo di evitare che ogni Stato membro scegliesse un proprio livello, creando conseguentemente differenti gradi di protezione per gli investitori.

[364] Cfr. art. 44, par. 5, della Direttiva 2014/59/UE. In alterativa, nel caso di un ente che detenga, su base consolidata, passività inferiori a 900 miliardi di euro, è possibile concorrere con fondi esterni alla risoluzione dell'ente se si impiegano risorse interne all'ente per l'assorbimento delle perdite e la ricapitalizzazione pari ad almeno il 20% delle attività ponderate per il rischio dell'ente interessato e se il meccanismo di finanziamento della risoluzione dello Stato membro interessato dispone di un ammontare di contributi ex ante pari ad almeno il 3% dei depositi protetti di tutti gli enti creditizi autorizzati ad operare nel territorio di tale Stato membro (Cfr. art. 44, par. 8, della Direttiva 2014/59/UE).

con fonti esterne all'ente in crisi, è disciplinata dalle norme contenute in due distinti articoli delle BRRD, il 37 e il 44.

II par. 7 dell'art 37 BRRD prevede che in situazioni eccezionali di crisi sistemica, l'autorità di risoluzione "*può tentare di reperire finanziamenti da fonti alternative ricorrendo agli strumenti pubblici di stabilizzazione*", una volta che coloro che avevano investito nella banca abbiano partecipato all'assorbimento delle perdite e alla sua ricapitalizzazione nella percentuale già detta, e dopo avere ottenuto l'approvazione da parte della Commissione europea in merito alla compatibilità dell'intervento con la disciplina in materia di aiuti di Stato[365]. In ogni caso anche qualora la condivisione richiesta a azioni e creditori dell'istituto in dissesto superi la soglia dell'8% non dovrebbe ritenersi possibile un intervento diretto dello Stato[366], se non attraverso gli strumenti pubblici di stabilizzazione[367].

---

[365] Cfr. art. 37, par. 10, let. b), della Direttiva 2014/59/UE.

[366] L'intervento diretto dello stato era già stato ipotizzato dal FINANCIAL STABILITY BOARD, *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, nella versione dell'ottobre 2011, al principio 6.5: "*As a last resort and for the overarching purpose of maintaining financial stability, some countries may decide to have a power to place the firm under temporary public ownership and control in order to continue critical operations, while seeking to arrange a permanent solution such as a sale or merger with a commercial private sector purchaser. Where countries do equip themselves with such powers, they should make provision to recover any losses incurred by the state from unsecured creditors or, if necessary, the financial system more widely*". Sui *Key attributes*, si v. D. VATTERMOLI, *Introduzione ai "Principles on bail-in execution"*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, 3, 2018, II, 113 ss; A. BROZZETTI, *I nuovi "standard" per fronteggiare la crisi dei colossi finanziari di un mercato globale*, in *Riv. Dir. banc. e merc. fin.*, 2, 2017, 203 ss.

[367] Cfr. C. GORTSOS, *A Poisonous (?) Mix: Bail-Out of Credit Institutions Combined with Bail-In of Their Liabilities Under the BRRD – The Use of 'Government Financial Stabilisation Tools' (GFSTs)*, Paper presented at the Workshop of the *Financial and Monetary Law Working Group* of the European University Institute, 2016, consultabile all'indirizzo internet https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2876508; C. HADJIEMMANUIL, *Limits on State-funded bailouts in the EU Bank Resolution regime*, in *European Economy*, 2016, 2; A. PEZZUTO, *BRRD e gestione delle crisi bancarie in Italia negli anni 2015 e 2017*, 2018, disponibile all'indirizzo internet: https://www.tidona.com/brrd-e-gestione-delle-crisi-bancarie-in-italia-negli-anni-2015-e-2017/

Questi strumenti, disciplinati dagli articoli dal 56 al 58 della BBRD, non erano previsti nella proposta della Direttiva preparata dalla Commissione europea[368]. La loro introduzione, frutto della negoziazione tra Parlamento, Commissione e Consiglio europeo, evidenzia la consapevolezza, da parte di queste autorità politiche[369], dell'opportunità di ampliare il ventaglio degli strumenti finanziari a cui ricorre per rendere più flessibile la gestione della crisi di una banca, attraverso la possibilità di intervento finanziario diretto degli Stati[370], in aggiunta all'apporto del fondo di risoluzione[371].

L'intervento di stabilizzazione dello Stato può comportare l'acquisizione della proprietà dell'ente oppure la partecipazione alla sua ricapitalizzazione con la sottoscrizione di strumenti del capitale primario di classe 1, strumenti aggiuntivi di classe 1 o strumenti di classe 2. L'impegno pubblico deve protrarsi per il tempo strettamente necessario al determinarsi delle circostanze commerciali e finanziarie per la sua cessazione. Sebbene "*il ricorso a strumenti pubblici di stabilizzazione dovrebbe essere neutro sul piano fiscale a medio termine*"[372] - il che dovrebbe significare che il sostegno statale non deve avere un

---

[368] COMMISSIONE EUROPEA, Proposta di DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO che istituisce un quadro di risanamento e di risoluzione delle crisi degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica le direttive del Consiglio 77/91/CEE e 82/891/CE, le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE e 2011/35/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, Bruxelles, 6.6.2012, COM(2012) 280 final, 2012/0150 (COD).

[369] Di tale consapevolezza si trova espressione nel Considerando 16 della BRRD: "*Date le conseguenze che il dissesto di un ente può avere per il sistema finanziario e per l'economia di uno Stato membro nonché l'eventualità di dover utilizzare fondi pubblici per risolvere una crisi, i ministeri delle finanze o altri ministeri competenti degli Stati membri dovrebbero essere strettamente coinvolti, sin dalle fasi iniziali, nel processo di gestione della crisi e nella sua risoluzione*".

[370] M. MARCUCCI, *Aiuti di Stato e stabilità finanziaria. Il ruolo della Commissione europea nel quadro normativo europeo sulla gestione delle crisi bancarie*, cit., 309.

[371] Poiché la dotazione dei fondi di risoluzione è costituita esclusivamente attraverso i versamenti effettuati dalle stesse banche, senza pesare sui contribuenti, si è ritento che tali versamenti "*costituiscono un'altra delle vesti che può assumere il concettosi salvataggio interno*", così E. RULLI, *op. cit.*, 140.

[372] Considerando 58 della Direttiva 2014/59/UE.

impatto negativo sui contribuenti - è probabile che, quando un governo decida di concorrere al salvataggio di una banca, quello fiscale non costituisca l'elemento principale di valutazione, potendo prevalere su di esso sia fattori politici sia considerazioni di ordine economico e sociale.

L'intervento diretto dello Stato per evitare la liquidazione dell'ente e per realizzare gli obiettivi della risoluzione deve essere eseguito in collaborazione con l'autorità di risoluzione[373] e deve sempre "*rappresentare una soluzione di ultima istanza dopo aver valutato e utilizzato, nella massima misura possibile consentita dal mantenimento della stabilità finanziaria, gli altri strumenti di risoluzione*"[374]. Il sostegno pubblico opera ovviamente nell'ambito della risoluzione, ma essendo finalizzato a garantire la continuità della banca in dissesto, non può essere accordato se l'applicazione di uno strumento di risoluzione non comporta il raggiungimento di quell'obiettivo[375].

Il reperimento di finanziamenti da fonti alternative ricorrendo agli strumenti pubblici di stabilizzazione è subordinato, come si detto, all'approvazione *ex ante* ed *ex post* della Commissione europea. Si può presumere che l'approvazione preventiva possa valutare due fattori: la partecipazione alle perdite da parte dei detentori delle passività della banca e la situazione eccezionale di crisi sistemica da fronteggiare. Il primo è verificabile obiettivamente e si può ipotizzare che non sarebbe un comportamento razionale quello di sottoporre all'esame della Commissione la proposta di un sostegno finanziario pubblico ad una banca in crisi, senza aver prima svalutato e convertito le passività nella misura minima richiesta dell'8%. Relativamente al secondo fattore lo spazio di valutazione discrezionale riconosciuto alla Commissione non sembra possa trovare un limite nel prendere a riferimento la definizione di crisi sistemica come "*una perturbazione del*

---

[373] Per una chiara individuazione dei compiti delle diverse autorità nella gestione degli strumenti pubblici di stabilizzazione finanziaria si rinvia a C. GORTSOS, *op. cit.*, Table 3, 24.

[374] Cfr. art. 56, par. 3, della Direttiva 2014/59/UE.

[375] Sul punto, cfr. C. HADJIEMMANUIL, *op. cit.*, 106, il quale con riferimento ai finanziamenti pubblici ritiene, in particolare, che "*They are, accordingly, incompatible with the transfer of the bank's operations to a new entity, since this would lead to the old entity's dissolution (but not with the transfer of the bank's ownership to a new owner, including a bridge bank, which preserves the old legal entity)*".

sistema finanziario che può avere gravi conseguenze negative per il mercato", fornito dalla BRRD[376]; senza considerare che nel caso di specie si richiede che la crisi sistemica sia eccezionale. Ma si può ritenere che l'approvazione preventiva della Commissione non dipenda solo dal ricorrere di queste che possono essere considerate condizioni di ammissibilità. È probabile che la decisione della Commissione sia il risultato di una negoziazione sul *quantum* della contribuzione pubblica, al quale la BRRD non pone alcun limite[377]. L'approvazione preventiva dell'apporto degli strumenti pubblici di stabilizzazione è, ovviamente, indispensabile per evitare allo Stato interessato l'apertura di una procedura d'infrazione. La norma in commento prevede, però, anche un'approvazione "finale", da effettuarsi all'esito della risoluzione. L'oggetto di questa valutazione non potrà che essere evidentemente circoscritto alla verifica che l'apporto pubblico è stato effettivamente fornito nelle forme e nei limiti concordati con la Commissione al momento dell'approvazione dell'intervento o negli eventuali aggiornamenti successivi.

La percentuale dell'8% dell'articolo 44 della BRRD deve ritenersi applicabile solo alla particolare fattispecie configurata dal combinato disposto dai par. 4 e successivi di quell'articolo. Il quarto paragrafo stabilisce le condizioni che consentono l'autorità di risoluzione di effettuare conferimenti all'ente soggetto a risoluzione, per compensare le perdite, derivanti dall'esclusione, integrale o parziale, di una passività ammissibile o una classe di passività ammissibili, che non siano state integralmente assorbite da altri creditori. In questo caso, una volta soddisfatta la condizione con contributo dei detentori delle passività della banca, il meccanismo di finanziamento della risoluzione può fornire

---

[376] Cfr. art. 2, par. 2, punto 30, della Direttiva 2014/59/UE.

[377] Non sembra trovare riscontro nel testo della BRRD l'ipotesi secondo cui il contributo pubblico non possa eccedere il 5% del totale delle passività dell'ente al di fuori della specifica ipotesi disciplinata dai paragrafi 4 e 5 dell'art. 44; questa sembra essere la posizione di R. LENER, *op. cit.*, 6, il quale ritiene che, comunque, l'apposizione di un limite al finanziamento pubblico costituisce "*un esempio di scarsa lucidità legislativa, o forse, meglio, una ammissione che del denaro pubblico non sempre potrà farsi a meno, al di là delle petizioni di principio*". Per l'applicazione estesa del limite del 5% cfr. A. GARDELLA, *ult. op. cit.*, 210; C. HADJIEMMANUIL, *Bank stakeholders' mandatory contribution to resolution financing: principle and ambiguities of bail-in*, cit., 236.

un apporto non superiore al 5% delle passività totali dell'ente[378]; l'impiego di questo finanziamento esterno non può essere esteso a fattispecie diverse da quella configurata dal par. 4 citato[379]. Ci si può interrogare sulla ragione per cui il legislatore europeo ha ritenuto di porre un limite all'apporto del meccanismo di finanziamento della risoluzione, dato che l'ammontare della perdita residua da finanziare è conseguenza di una decisione dell'autorità di risoluzione relativamente alla scelta delle classi di passività e del loro ammontare da escludere dalla svalutazione e conversione; probabilmente quel limite è stato posto anche per limitare la discrezionalità dell'autorità di risoluzione nella determinazione delle passività da escludere dal *bail-in*. Le risorse necessarie al meccanismo di finanziamento possono essere raccolte con i contributi previsti dal par. 6 dell'art. 44[380]. Diversamente da quando previsto nel caso dell'apporto esterno disciplinato dall'art. 37, in questo caso esso non è condizionato alla sua compatibilità con la disciplina sugli aiuti di Stato. Si può, pertanto ritenere che, soddisfatta la condizione della

---

[378] Questo limite può essere superato, reperendo ulteriori finanziamenti da fonti di finanziamento alternative, in casi straordinari a condizione che siano state svalutate o interamente convertite tutte le passività non garantite, non privilegiate, diverse dai depositi ammissibili Cfr. art. 44, par. 7, della Direttiva 2014/59/UE).

[379] Per una interpretazione che limita l'apporto del 5% alla sola fattispecie citata cfr. A. DE ALDISIO, *Le nuove regole europee sulla risoluzione. L'intervento pubblico tra Scilla e Cariddi*, in *A.G.E.*, 2, 2016, 337; analoga posizione anche in G. BOCCUZZI, *Il regime speciale della risoluzione bancaria. Obiettivi e strumenti*, Bari, 2018, 174. L'ipotesi qui prospettata, che il limite del 5% del conferimento del fondo trovi applicazione solo nella fattispecie di cui alla norma richiamata, sembra sostenuta anche dalla lettura del considerando dal considerando 78 e dai paragrafi 6 e 7 art. 27 Regolamento 806/2014 del Parlamento e del Consiglio europea contenente la procedura uniforme per la risoluzione degli enti creditizi.

[380] Il meccanismo di finanziamento può essere finanziato con i con contributi raccolti *ex ante* annualmente (art. 103 della Direttiva 2014/59/UE) per dotare entro il 31 dicembre 2014 lo strumento di finanziamento di mezzi finanziario pari all'1% dell'ammontare dei depositi protetti di tutti gli enti autorizzati territorio di competenza (art. 102) e di quelli raccolti dai meccanismi nazionali di finanziamento istituiti dagli stati membri (art. 100, par. 6); quando i mezzi finanziari disponibili non siano sufficienti a coprire, mediante i meccanismi di finanziamento, le perdite, costi o altre spese sostenute possono essere raccolti, sempre presso gli enti autorizzati presenti sul territorio, contributi straordinari (art. 104) oppure, quando questi ultimi non sono immediatamente accessibili, può intervenire lo stato attraverso il proprio meccanismo di finanziamento alternativo (art. 105).

partecipazione alle perdite degli azionisti e dei creditori nella misura prevista, l'apporto del meccanismo di finanziamento, se non supera il limite previsto, possa essere deciso in autonomia dall'autorità di risoluzione senza sottoporlo all'esame della Commissione europea.

CAPITOLO II

LE OBBLIGAZIONI SUBORDINATE NELL'ORDINAMENTO BANCARIO ITALIANO.

1. Introduzione.

Uno dei temi che storicamente - e in special modo negli ultimi anni - ha maggiormente interessano la dottrina è quello relativo alla struttura finanziaria delle istituzioni bancarie[381]. L'attenzione è stata posta, in particolare, sulla composizione del passivo

[381] In merito, senza alcuna pretesa di esaustività, si v. M. PORZIO, *Le imprese bancarie*, in V. Buonocore (diretto da), *Trattato di Diritto Commerciale*, Sez. III, Tomo I, Torino, 2007, 141 s.; M. CERA, *Condizioni di accesso all'attività bancaria*, in G. Alpa e F. Capriglione (a cura di), *Diritto bancario comunitario*, Torino, 2001, 95; R. FERRETTI, *La gestione del capitale proprio nelle banche, Bologna*, 1995; per le banche cooperative G. BOCUZZI, *Il modello delle banche cooperative nella riforma societaria e nelle prospettive di evoluzione del settore,* in O. Cagnasso e L. Panzani (trattato diretto da), *Le società bancarie*, in Aa. VV., *Le nuove s.p.a.*, Vol. VIII, Bologna, 2015, 413 ss.; C. FRIGENI, *Natura e funzioni del «capitale» delle banche nella nuova regolamentazione*, in *Banca impresa società*, 1, 2015, 53 ss.; A. RESTI, *Banks' capital and liquidity in the Basel 3 framework*, in *Bancaria*, 11, 2011, 16 ss.; R. MAINO e R. MASERA, *Capitale e rischio: recenti tendenze e prospettive nella patrimonializzazione delle banche italiane*, Interventi tenuti nell'ambito del Seminario su: "Redditività, patrimonio e mutamenti organizzativi nelle banche italiane", Perugia, 16 marzo 2002, disponibile all'indirizzo internet: https://www.assbb.it/wp-content/uploads/2014/10/QR_196.pdfA. Particolare attenzione alla composizione del patrimonio delle banche è stata riservata anche dalla letteratura economica, al riguardo si v. M. RUTIGLIANO, *Il bilancio della banca e degli altri intermediari finanziari*, Milano, 2016; R. CIMINI, *Il sistema di bilancio degli enti finanziari e creditizi: dagli schemi obbligatori al prospetto delle variazioni del patrimonio di vigilanza*, Padova, 2016. D.W. DIAMOND e R. G. RAJAN, *A Theory of Bank Capital*, in *The Journal of Finance*, Vol. LV, 6, 2000, 2431 ss., disponibile all'indirizzo internet: https://doi.org/10.1111/0022-1082.00296; P. BOLTON e X. FREIXAS, *Equity, Bonds, and Bank Debt: Capital Structure and Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information*, in *Journal of Political Economy*, Vol. 108, 2, 2000, 324 ss.; R. GROPP e F. HEIDER, *The Determinants of Bank Capital Structure*, in *Review of Finance*, Vol. 14, 4, 2010, 587 ss., disponibile all'indirizzo internet: https://doi.org/10.1093/rof/rfp030, in cui si analizza l'incidenza delle disposizioni regolamentari sulla composizione del patrimonio degli istituti di credito; sugli effetti di Basilea III sul patrimonio delle banche, cfr. M. BAKER e J. WURGLER, *Do Strict Capital Requirements Raise the Cost of Capital? Bank Regulation, Capital Structure, and the Low-Risk Anomaly*,

patrimoniale e sulle modalità attraverso cui le banche raccolgono le risorse necessarie al perseguimento del proprio oggetto sociale[382].

La peculiarità dell'attività bancaria[383] e l'importanza che questa riveste per lo sviluppo dell'economia hanno indotto il legislatore ad assoggettare gli istituti di credito a una

---

in *American economic review*, Vol. 105, 5, 2015, 315 ss., disponibile all'indirizzo internet: http://dx.doi.org/10.1257/aer.p20151092; sul ruolo dei poteri pubblici nelle decisioni relative al capitale delle banche si v. anche R. A. TAGGART JR. e S. I. GREENBAUM, *Bank Capital and Public Regulation*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 10, 2, 1978, 158 ss. A. DEMIRGÜÇ-KUNT e H. HUIZINGA, *Financial Structure and Bank Profitability*, in *World Bank Policy Research Working Paper*, 2430, 2016, 1 ss.; R. INDERST e H. M. MUELLER, *Bank capital structure and credit decisions*, in *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 17, 3, 2008, 295 ss., disponibile all'indirizzo internet: https://doi.org/10.1016/j.jfi.2008.02.006 W. LU e D. WHIDBEE, *Bank structure and failure during the financial crisis*, in *Journal of Financial Economic Policy*, Vol. 5, 3, 2013, 281 ss., disponibile all'indirizzo internet: https://doi.org/10.1108/JFEP-02-2013-0006. Sul ruolo dei depositi nella struttura finanziaria degli istituti di credito si v. F. ALLEN, E. CARLETTI e R. MARQUEZ, *Deposits and bank capital structure*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 118, 3, 2015, 602 ss., disponibile all'indirizzo internet: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X14002499; P. BOLOGNA, *Is there a role for funding in explaining recent US banks' failures?*, in *IMF Working Paper*, 180, Washington, 2011, 5 ss., disponibile all'indirizzo internet: https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Is-there-a-Role-for-Funding-in-Explaining-Recent-U-S-25102, il quale analizza il ruolo dei depositi nella struttura degli intermediari creditizi americani evidenziando i problemi di liquidità che possono derivare da un eccessivo ricorso a questa forma di finanziamento dell'attività. S. A. JOHNSON, *The Effect of Bank Debt on Optimal Capital Structure, in Financial Management*, Vol. 27, 1, 1998, 47 ss. Sul ruolo che possono assumere le riserve cfr. J. NG e S. ROYCHOWDHURY, *Do loan loss reserves behave like capital: evidence from recent bank failures*, *in Review of Accounting Studies*, Vol. 19, 3, 2014, 1234 ss., disponibile all'indirizzo internet: http://ssrn.com/abstract¼1646928.

[382] In particolare, si v. V. CALANDRA BUONAURA, *L'attività bancaria*, in Vincenzo Calandra Buonaura – Marino Perassi – Cesare Silvetti, *La banca: l'impresa e i contratti*, in Gastone Cottino (Diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Vol. VI, 2001, 37 ss.; M. PORZIO, *Le imprese bancarie*, cit., 165; F. FIAMMA, *La raccolta del risparmio*, in Oreste Cagnasso e Luciano Panzani (trattato diretto da), *Le società bancarie*, in Aa. VV., *Le nuove s.p.a.*, Vol. VIII, Bologna, 2015, 31 ss.; P. BONTEMPI, *Diritto bancario e finanziario*, 5 ed., Milano, 2016, 29 ss.

[383] Tra i tanti, cfr. P. FERRO LUZZI, *Lezione di diritto bancario*, Torino, 1995, 92 ss.; G. DESIDERIO, *L'attività bancaria*, in F. Capriglione (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Vicenza, 2015, 243 s.; G. MINERVINI, *Banca, attività bancaria, contratti bancari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1962, I, 313

disciplina speciale che si caratterizza per essere ampiamente derogatoria rispetto alla normativa societaria prevista dal Codice civile. La specialità del regime applicabile alle imprese creditizie ricomprende anche le disposizioni relative alle modalità di reperimento dei capitali necessari all'esercizio dell'attività bancaria, come definita dall'art. 10 del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 (di seguito Testo Unico Bancario, o anche solo T.U.B.). La decisione del legislatore si giustifica in ragione del collegamento funzionale che intercorre tra le operazioni di raccolta del risparmio e quella di erogazione del credito: come, infatti, è già stato fatto notare, rispetto ad altre attività imprenditoriali, la raccolta di finanziamenti presso terzi, in ambito bancario, non rappresenta un'operazione diretta a ottenere le risorse necessarie ad acquisire gli strumenti essenziali per lo svolgimento dell'attività d'impresa, ma costituisce già di per sé esercizio della stessa[384].

La specialità del regime applicato alle istituzioni creditizie si estende ovviamente anche alla disciplina relativa al prestito obbligazionario. Il collocamento dei titoli obbligazionari riveste particolare rilievo per gli istituti di credito italiano, considerato che il loro valore

---

ss.; B. LIBONATI, *Legge bancaria e «banca di fatto»*, in *Riv. dir. comm.*, 1965, II, 57; V. BUONOCORE, *Postilla in tema di «*attività bancaria*»*, in *Giur. comm.*, 1976, II, 817 ss.; A. NIGRO, *Profili pubblicistici del credito*, Milano, 1972, 40; R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, 5 ed., Bologna, 2012, 201 ss.; M. PORZIO, *Il concetto d'attività bancaria*, in G. Restuccia (a cura di), *L'attività parabancaria*, Milano, 1987, 21 ss.; G. SANGIORGIO, *Credito*, (voce), in *Dig. Pubbl.*, IV, Torino, 1989, 407 ss.; in giurisprudenza Cass. civ., sez. Un., 13 marzo 1965, n. 425, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1965, II, 1 ss.; Cass. civ., Sez. I, 8 aprile 1965, n. 611, I, *Foro it.*, 1965, I, 1034 s.

[384]Al riguardo cfr. D. LA LICATA, *La struttura finanziaria della società bancaria: patrimonio, patrimonio netto, patrimonio di vigilanza*, Torino, 2008, 53 s.; G. CASTALDI, *Modifiche al t.u. bancario*, in F. Capriglione (a cura di), *Commento al decreto Eurosim*, Padova, 1997, 573; P. MARCHETTI, *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1994, I, 486, il quale evidenzia come «*nella banca, l'obbligazione è momento di esercizio dell'attività caratteristica stessa; costituisce infatti forma tecnica di quella raccolta del risparmio tra il pubblico che rappresenta, appunto, per definizione, parte dell'attività di impresa tipica della banca*». A identiche conclusioni giunge anche A. URBANI, *Banca, attività bancaria, attività delle banche*, in A. Urbani (a cura di), *L'attività delle banche*, 2010, Cedam, 12 s., il quale evidenzia come questo collegamento possa desumersi anche dalla congiunzione "e" con cui il legislatore ha unito nel testo della norma l'attività di raccolta a quella di erogazione del credito, con la conseguenza che "*di attività «bancaria» può parlarsi, in senso proprio, soltanto se ed in quanto entrambi i profili in questione siano sviluppati dall'interessato*".

costituisce la seconda voce, dopo quello del deposito bancario, del passivo complessivo del sistema bancario[385]. L'importanza assunta dallo strumento obbligazionario quale mezzo di finanziamento dell'attività degli istituti di credito è, nel contesto italiano, relativamente recente; è solo infatti con l'emanazione del Testo Unico Bancario che agli istituti di credito è stata riconosciuta la possibilità di emettere liberamente questi titoli[386].

2. Le obbligazioni nel mercato italiano della raccolta bancaria.

Prima della recente crisi economico-finanziaria circa il 38% della raccolta totale del sistema bancario italiano derivava dall'emissione di strumenti obbligazionari, la

---

[385] Con la riforma del 2003 il legislatore ha ampliato le modalità attraverso cui una società di capitali possa reperire le risorse necessarie a svolgere la propria attività imprenditoriale, in merito cfr. G. FERRI JR., *Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale*, in *Riv. dir. Comm.*, 2002, I, 119 ss.; A. GAMBINO, *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 641 ss.

[386] In precedenza, il prestito obbligazionario ha trovato un'applicazione limitata in ambito bancario. La legge bancaria del '36, suddivideva infatti gli intermediari bancari in aziende e istituti di credito, a seconda della durata temporale della loro attività di raccolta del risparmio e erogazione del credito (per la differenza tra queste due categorie si v. R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, cit. 56 ss.). In virtù di questa suddivisione, solo agli istituti di credito, gli unici autorizzati a compiere operazioni di credito a medio e lungo termine, era riconosciuta la possibilità di ricorrere al prestito obbligazionario, nel rispetto degli obblighi previsti dalla normativa vigente. Tra questi in particolare, il legislatore aveva previsto una preventiva autorizzazione da parte della Banca d'Italia all'emissione dello strumento. Progressivamente le limitazioni previste per le aziende di credito sono venute meno. Con la delibera del 28 gennaio 1963, il CICR ha riconosciuto loro la possibilità di emettere certificati di deposito e buoni fruttiferi con una scadenza superiore ai 18 mesi ma non oltre i 5 anni. Ulteriori passi in avanti, nel senso di liberalizzare il ricorso allo strumento, sono stati compiuti con il recepimento della normativa europea in materia. Tuttavia, è solo con l'emanazione del d. lgs. 14 dicembre 1992, n. 481, che il legislatore italiano ha riconosciuto a tutti gli enti bancari, in possesso dei requisiti previsti dalla normativa, la facoltà di emettere obbligazioni, se a ciò autorizzati dalla Banca d'Italia. Con l'entrata in vigore del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (di seguito anche solo Testo Unico o T.U.B.) è stata nuovamente riformata la disciplina relativa alle obbligazioni bancarie, eliminando gran parte dei limiti a cui tale tipologia di finanziamento risultava precedentemente assoggettata (per approfondire l'evoluzione dello strumento nel contesto bancario si v. G. FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, cit., 1 ss.).

percentuale più elevata a livello europeo[387]. La recente crisi finanziaria e le incertezze in merito alla solidità degli istituti di credito italiani hanno avuto significative ripercussioni sulle scelte di investimento delle famiglie italiane.

I cambiamenti nella composizione della raccolta del sistema bancario sono particolarmente evidenti nella sua componente al dettaglio, la cui incidenza complessiva sul totale della raccolta si è mantenuta sostanzialmente constante nel tempo. Rinviando ad altra sede l'approfondimento delle caratteristiche del mercato obbligazionario bancario italiano[388], qui si ritiene opportuno richiamare taluni aspetti dell'evoluzione di tale mercato che possono risultare utili nel prosieguo del lavoro. Il più recente rapporto sulla stabilità finanziaria della Banca d'Italia mette in luce il forte calo del peso e dell'ammontare delle obbligazioni nella raccolta al dettaglio[389]. Il loro importo tra il 2011 e il 2018 si è ridotto di quasi l'80%, passando da 422 a 87 miliardi di euro. Il calo dell'importo delle obbligazioni è stato compensato da un corrispondente aumento dei depositi di conto corrente. Dall'inizio della crisi del 2008 si è registrata quella che può essere definita una vera e propria fuga delle famiglie dalle obbligazioni, che in termini relativi ha interessato in misura più accentuata i titoli emessi dalle banche. Nel 2008 nel

---

[387] Cfr. R. GRASSO, N. LINCIANO, L. PIERANTONI e G. SICILIANO, *Le obbligazioni emesse da banche italiane. Le caratteristiche dei titoli e i rendimenti per gli investitori*, in *Quaderni di finanza*, 67, Consob, 2010, 7, disponibile all'indirizzo internet: http://www.consob.it/documents/11973/204072/qdf67.pdf/eb39e211-cedd-425e-aac0-8ba4f1afa947.

[388] Cfr. M. COLETTA e R. SANTIONI, *Le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane*, in *Questioni di economia e finanza*, Banca d'Italia, 2016, 359, disponibile all'indirizzo internet:https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2016-0359/QEF_359_16.pdf; ID., *Le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane*, in *Bancaria*, n. 3, marzo 2018; R. GRASSO, N. LINCIANO, L. PIERANTONI e G. SICILIANO, *Le obbligazioni emesse dalle banche italiane*, cit., Naturalmente vi sono anche altri fattori che hanno influito sulla propensione delle famiglie alla sottoscrizione delle obbligazioni, con particolare riguardo all'aspetto fiscale si v. C. BRESCIA MORRA, *Obbligazioni bancarie e altri strumenti di risparmio*, in E. Capobianco (a cura di), *I contratti bancari*, in P. Rescigno ed E. Gabrielli (diretto da), *Trattato dei contratti*, Vol. 21, 2016, Vicenza, 2016, 796.

[389] BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019; disponibile all'indirizzo internet: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2019-1/RSF_1_2019.pdf

portafoglio delle famiglie erano detenute obbligazioni per 802 miliardi di euro, scesi a 728 nel 2012 per attestarsi sotto i 300 nel 2018. Negli stessi anni l'importo delle sole obbligazioni bancarie è prima aumentato da 356 a 370 miliardi di euro tra il 2008 e il 2012 per ridursi a 76 miliardi nel 2018; la loro percentuale sul totale del portafoglio della ricchezza finanziaria delle famiglie è passato da quasi il 10% del 2008 all'1,8 del 2018[390]. Sebbene non sia stato possibile rintracciare analisi empiriche che confermino un rapporto di casualità tra l'andamento dell'importo delle obbligazioni bancarie sottoscritte dalle famiglie e cambiamenti degli orientamenti delle autorità in materia di salvataggi bancari, non si può fare a meno di notare che l'inizio della disaffezione dei clienti al dettaglio per i titoli emessi dalle banche coincide con la decisione della Commissione europea di richiedere l'applicazione del *burden sharing* in maniera sistematica e più pesante di quanto non fosse avvenuto in precedenza, come è parso evidente dall'esame delle Comunicazioni sulle banche svolto in altra parte del lavoro. Il timore degli investitori di assumersi un elevato rischio nel sottoscrivere obbligazioni, anche non subordinate ma non garantite, è sicuramente accresciuto con l'entrata in vigore della normativa sul *bail-in* e le conseguenti "*necessità, particolarmente elevate per alcuni intermediari, di alimentare la provvista computabile ai fini delle regole sul requisito MREL*"[391].

Tuttavia, se per un verso le nuove disposizioni dettate dal legislatore europeo hanno contribuito a raffreddare l'interesse dei risparmiatori per l'investimento in obbligazioni bancarie e, in particolare, per quelle subordinate; per altro verso, la Direttiva, come si è visto, impone agli istituti di credito di dotarsi di un quantitativo minimo proprio di questi strumenti al fine di garantire il buon esito di un'eventuale risoluzione. Il contrasto tra le intenzioni di investimento dei risparmiatori e l'esigenza degli istituti bancari di dotarsi di

---

[390] Cfr. BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2018, 20, tavola 1.1, disponibile all'indirizzo internet: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2018-2/RSF_2_2018.pdf

[391] Cfr. BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019, 30, disponibile all'indirizzo internet: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2019-1/RSF_1_2019.pdf

strumenti subordinati potrà incidere negativamente sul costo di raccolta per gli istituti di credito e conseguentemente sulla loro redditività[392].

3. Le obbligazioni societarie.

Le obbligazioni bancarie sono, ovviamente, una particolare tipologia di obbligazioni societarie. Nelle intenzioni del legislatore del 1942, lo strumento dell'obbligazione societaria rappresentava, per le società cui era stata riconosciuta la possibilità di farvi ricorso[393], una modalità di finanziamento dell'attività imprenditoriale alternativa rispetto all'aumento del capitale sociale[394].

Il prestito obbligazionario – in assenza di un'espressa definizione da parte del legislatore – si caratterizza quale operazione tipicamente e tradizionalmente preordinata alla raccolta

---

[392] Cfr. BANCA D'ITALIA, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2018, 30, disponibile all'indirizzo internet: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2018-1/RSF-1-2018.pdf.

[393] Inizialmente la facoltà di emettere obbligazioni era riconosciuta alle sole società per azioni e alle società in accomandita per azioni. In seguito, la possibilità di ricorrere al prestito obbligazionario è stata estesa anche alle società cooperative in forma di società per azioni e poi a quelle che operavano nei settori speciali, alle mutue assicurazioni e alle società di cartolarizzazione dei crediti, al riguardo si v. DE LUCA e STAGNO D'ALCONTRES, *Obbligazioni di società*, (voce), in *Enc. Dir.*, Milano, 2002; G. BRANCADORO, *Sub 2410*, in Aa. Vv., *Società di capitali*, in Niccolini e Stagno d'Alcontres, *Commentario*, Napoli, 2004, 928 ss. 2004; M. ONZA, *Sub art. 2410*, in N. Abriani e M. Stella Richter Jr. (a cura di), *Codice Commentato delle società*, Torino, 2010, 1366 s. A seguito della riforma del 2003 anche alle società a responsabilità limitata è stata riconosciuta la possibilità di emettere titoli di debito, ai quali tuttavia si applica una disciplina diversa da quella prevista in tema di obbligazioni, in merito si v. S. PATRIARCA, *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Milano, 2005; G. GIANNELLI, *Le operazioni sul capitale nella società a responsabilità limitata*, in V. Santoro (a cura di), *La nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, Milano, 2003, 276 ss.

[394] G. FERRI, *Le Società*, in Filippo Vassalli (fondato da), *Trattato di diritto civile*, Torino, 1987, 523, secondo cui "*l'apprestamento dei mezzi finanziari necessari per l'esercizio dell'impresa può attuarsi, anziché attraverso l'emissione di azioni, attraverso le emissioni di obbligazioni*". In senso analogo, tra i tanti, cfr. G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, in G. E. Colombo e G.B. Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, 5, Torino, 1988, 379 s.

diretta e diffusa fra il pubblico di capitali mediante l'emissione di titoli di massa[395], nominativi o al portatore[396], rappresentativi di "*frazioni di eguale valore nominale e con eguali diritti di un'unitaria operazione di finanziamento a titolo di mutuo*"[397].

Occorre in merito rilevare come una parte della dottrina abbia evidenziato un graduale allontanamento tra la causa mutuatizia e lo strumento obbligazionario[398], arrivando a qualificare quest'ultimo alla stregua di un contenitore vuoto idoneo a veicolare rapporti

---

[395] Con riguardo alla configurabilità dei titoli obbligazionari quali titoli di massa, e senza pretesa di esaustività, si v. G. F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società*, in M. Campobasso (a cura di), *Diritto commerciale*, 2, 9 ed., 2015, Milano, 522; R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni, Tomo IV, Delle obbligazioni*, in Commentario del codice civile Scialoja-Branca, in F. Galgano (a cura di), *Libro quinto. Del lavoro (Art. 2410-2420 ter)*, Bologna-Roma, 2005, 4; F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1995, 411 s.; F. FERRARA JR. e F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, 12 ed., Milano, 2001, 592 s.; G. VISENTINI, *Operazioni atipiche di finanziamento con emissione di titoli in serie*, in *Banche e banchieri*, 1979, 29; A. TULLIO, *La postergazione*, 2009, Padova, 102; in giurisprudenza si v. App. Venezia, 16 maggio 1977, in *Giur. it.*, 1978, I, 2, 180 ss., che ha definito l'obbligazione come il "*titolo causale emesso in serie*". Escludono la riconducibilità delle obbligazioni ai titoli di massa per la loro natura di titoli di un gruppo organizzato: D. PETTITI*, I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964, 10; G. FERRI, *Le società*, 501 ss.

[396] Sottolinea D. PREITE, *2410 Emissione*, in Paolo Cendon (a cura di), *Commentario al codice civile, artt. 2397 – 2420 ter*, Milano, 2010, 396, come una tale distinzione abbia perso di significato rispetto alle obbligazioni dematerializza in quanto «*le registrazioni hanno un contenuto identico alle indicazioni (art. 2414 c.c.) presenti sul titolo obbligazionario, nel caso di obbligazioni incorporate in un titolo*».

[397] Così, G.F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 381; ID., *«Obbligazioni di società»*, (voce), in *Digesto IV, Disc. Priv., Sez. Comm.,* Torino, 2000, 280. Della medesima opinione anche G. FRE' e R. CAVALLO BORGIA, *Società per azioni. Delle obbligazioni*, in F. Galgano (a cura di), *Comm. Cod. civ. Scialoja Branca*, Tomo II, Bologna 2000, 4 s.

[398]Al riguardo, D. GALLETTI, *«Elasticità» della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1997, I, 258, ritiene che "*l'equazione mutuo-obbligazione appare fallace*".

giuridici di diversa natura[399], accomunati da un obbligo di restituzione delle somme ricevute da parte del debitore[400].

È dunque nell'elemento causale relativo all'emissione dello strumento, e non nel rapporto giuridico da questo rappresentato, che si può identificare il fattore distintivo tra l'obbligazione e i titoli rappresentativi del capitale di rischio della società[401]. Infatti, mentre alla sottoscrizione delle azioni consegue l'acquisto della qualità di socio e la partecipazione al contratto di società (c.d. causa *societatis*)[402], il rapporto che si instaura

---

[399] Cfr. D. GALLETTI, *op. cit.*, 267, secondo cui "*può concludersi che l'obbligazione dev'essere ormai ricostruita come «forma giuridica» atta alla cartolarizzazione di prestiti collettivi con obbligo di restituzione, del tutto «neutra» rispetto alla qualificazione del rapporto sottostante, della quale in ultima analisi costituisce il solo* vestimentum*"*. L'autore a sostegno delle proprie affermazioni rinvia a quanto già espresso da T. ASCARELLI, *L'astrattezza dei titoli di credito*, in *Riv. dir. comm.*, 1932, I, 419.

[400] Per D. GALLETTI, *op. cit.*, 289, la struttura dell'obbligazione "*presuppone chiaramente la presenza di un obbligo di restituzione*". In questo senso anche, Cass. civ., sez. I, 7 luglio 2016, n. 13854, secondo i giudici di legittimità "*il prestito obbligazionario ex art. 2410 c.c. e ss., è, secondo la sua struttura ordinaria, caratterizzato dal seguire lo schema del mutuo di cui all'art. 1813 c.c.: si tratta di un'operazione di prestito collettivo con obbligo di restituzione*". Sulla necessaria previsione del rimborso anche A. BARTALENA, *Le nuove obbligazioni*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2005, 548, il quale rileva come il diritto al rimborso sebbene possa essere "*condizionato allo scioglimento della società emittente* [..] *non può mai mancare; né può essere reso aleatorio attraverso il condizionamento all'andamento economico della società*".

[401] C. BRESCIA MORRA, *Obbligazioni bancarie e altri strumenti di risparmio*, cit., 803, che evidenzia come sia "*irrilevante la circostanza che il contratto di emissione dei titoli preveda che i titolari sopportino un rischio assolutamente assimilabile a quello degli azionisti, ma assume rilievo preminente il titolo in base al quale si partecipa al rischio di impresa*"; M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nelle società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 455 ss.

[402] Secondo D. LA LICATA, *op. cit.*, 226, ciò che "*contraddistingue il conferimento è l'imputazione a capitale dell'apporto e il conseguente assoggettamento alla relativa disciplina* [..]. *Essenziale, cioè, è che non venga meno la posizione di* residual claimant *del socio, indipendentemente dal fatto che tale posizione assuma rilievo in sede di liquidazione della società* [..]". L'Autrice aveva al riguardo evidenziato come il rapporto tra azionisti e creditori "*è un rapporto tra diverse categorie di finanziatori dell'impresa e, sul piano patrimoniale, si risolve essenzialmente in quello relativo all'ordine di priorità di soddisfazione dei medesimi; o meglio in quello relativo all'ordine di priorità e, più in generale, ai criteri per la distribuzione tra i medesimi degli esiti economici dell'attività sociale*" (p. 31).

tra l'obbligazionista e la società presuppone una causa *credendi* e si configura come un rapporto di natura puramente patrimoniale: a seguito del trasferimento di ricchezza conseguente alla sottoscrizione dello strumento in esame, ricade sull'emittente l'onere di restituire la prestazione eseguita, oltre, eventualmente, alla remunerazione dell'investimento[403]. Concetto questo chiaramente espresso dall'art. 2411 del Codice civile che riconosce agli obbligazionisti il diritto «*alla restituzione del capitale ed agli interessi*»[404], precisando che solo «*i tempi e l'entità del pagamento degli interessi possono variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società*». La previsione codicistica rende dunque lo strumento obbligazionario «estremamente elastico» relativamente alle modalità e ai criteri sulla base dei quali strutturare il rimborso dell'investimento, fissando, come unico limite

[403] G. FERRI, *Le società*, cit., 500, «*sussistono tra le azioni e le obbligazioni delle differenze sostanziale, perché mentre le azioni importano partecipazione alla formazione del capitale di rischio, con tutte le conseguenze che ne derivano sia di ordine patrimoniale sia relativamente ai poteri sociali, le obbligazioni importano la partecipazione ad un'operazione unitaria di prestito*»; interpretazione condivisa anche da C. BRESCIA MORRA, *Finanziamento e partecipazione all'impresa*, Roma, 2008, 32 ss., che evidenzia come nella Relazione al Codice civile lo strumento obbligazionario venisse definito come "*un investimento sicuro e un reddito costante*".

[404] La possibilità di emettere obbligazioni indicizzate, come ha chiarito la giurisprudenza, è garantita dalla circostanza che l'indicizzazione può riguardare il solo ammontare degli interessi e non anche la restituzione del capitale, al riguardo cfr. Trib. Torino, 1° aprile 1985, in *Vita not.*, 1985, 362 che ha escluso l'omologabilità della delibera con cui si disponeva l'emissione di obbligazioni indicizzate in linea capitale in quanto in contrasto con l'art. 2410. Contrari a una tale interpretazione D. PREITE, *op. cit.*, 411; A. GIANNELLI, *Art. 2411 Diritti degli obbligazionisti*, in Mario Notari e Luigi A. Bianchi (a cura di), *Obbligazioni - Bilancio*, in P. Marchetti – L. A. Bianchi– F. Ghezzi – M. Notari (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2006, 60.

all'autonomia privata[405], l'insopprimibilità del diritto del sottoscrittore ad ottenere la restituzione della quota capitale prestata[406].

La limitatezza delle tipologie di strumenti di finanziamento societario disciplinate dal Codice civile, sostanzialmente obbligazioni e azioni, aveva reso maggiormente onerosa per le società italiane la raccolta dei capitali funzionali allo sviluppo dell'attività imprenditoriale, rispetto alle imprese operanti in giurisdizioni che prevedevano una più vasta gamma di strumenti di finanziamento. La necessità di ridurre il *gap* concorrenziale che penalizzava le imprese italiane e di assicurare, al tempo stesso, un adeguato livello di

---

[405] Oltre alle fattispecie obbligazionarie disciplinate direttamente dal legislatore – quali le obbligazioni c.d. *plain vanilla,* convertibili in azione o con *warrant* – la non tipicità dello strumento ha consentito ai privati ampia autonomia nel definire le modalità e le tempistiche del rimborso del prestito. A titolo meramente esemplificativo, occorre rilevare come, con riguardo alle modalità di rimborso, sia possibile distinguere le obbligazioni che prevedono un ammortamento progressivo da quelle c.d. *zero coupon*, dove l'intero valore nominale rappresentato dal titolo viene corrisposto al creditore in un'unica soluzione alla scadenza del prestito. Possono essere altresì commercializzate obbligazioni c.d. indicizzate, rispetto alle quali l'interesse corrisposto può variare a seconda dell'andamento dell'indice di riferimento. Relativamente alle tempistiche del rimborso le obbligazioni possono attribuire a uno dei contraenti il diritto a estinguere il rapporto prima della scadenza pattuita, oppure può essene prevista l'irredimibilità. Poiché gli elementi appena descritti possono essere combinati liberamente dai contraenti, ne discende che la gamma di obbligazioni presenti oggi sul mercato è vastissima e non è certo questa la sede per procedere a una loro puntuale disamina (per approfondire l'argomento si rinvia a N. DE LUCA e A. STAGNO D'ALCONTRES, *op. cit.*, 1 ss.).

[406] Secondo A. GIANNELLI, *op. cit.*, 28 ss., "*[i]n estrema sintesi, si può ritenere che* [..] *le obbligazioni siano diventate, ancor più di quanto non fossero in precedenza, strumenti finanziari tipici aventi contenuto patrimoniale atipico, i cui tratti caratterizzanti e distintivi sono, da un lato, la natura di titoli di massa, potenzialmente destinati alla circolazione e rappresentativi di uguali frazioni di una unitaria operazione di prestito e dall'altro lato, la prevalente, ma non più esclusiva, causa di finanziamento che ne giustifica l'emissione*"; P. FERRO LUZZI - F. CHIAPPETTA, *Fusione e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 2003, 133 ss.; G. F. CAMPOBASSO, *Gli strumenti di finanziamento: le obbligazioni*, in P. Abbadessa – A. Rojo (a cura di), *Il diritto delle società per azioni: Problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993, 225 s.

tutela agli investitori, ha persuaso il legislatore italiano della necessità di un suo intervento in materia[407].

L'evoluzione normativa in materia e l'autonomia contrattuale riconosciuta alle parti hanno portato ad una progressiva sfumatura del confine tra strumenti azionari e obbligazionari. Ricorrendo alla maggiore flessibilità consentita dalle innovazioni normative, le società emittenti hanno provveduto a strutturare i prodotti offerti in sottoscrizione in maniera da renderli più consoni alle proprie esigenze e, al contempo, maggiormente appetibili per gli investitori. Ne è scaturito un graduale processo di ibridazione delle forme di finanziamento societario che ha portato alla creazione, per un verso, di strumenti rappresentativi del capitale di rischio privi del diritto di voto (o comunque limitato ad alcune materie) e, per altro verso, di strumenti relativi al capitale di credito la cui remunerazione, sia della quota capitale sia degli interessi, risulta strettamente collegata all'andamento economico della società[408].

Recentemente il legislatore è nuovamente intervenuto nella materia con il decreto legislativo del 17 gennaio 2003, n. 6, con cui ha apportato, tra l'altro, profonde modifiche alla disciplina relativa alle modalità di finanziamento delle società di capitali. Al riguardo, la riforma ha, da un lato, ridotto i vincoli a cui era assoggettato il ricorso agli strumenti finanziari già esistenti e, dall'altro lato, aumentato la gamma delle modalità attraverso cui la società può finanziare la propria attività, introducendo una nuova e del tutto innovativa categoria di titoli, i c.d. strumenti finanziari partecipativi[409].

---

[407] In questo senso si v. l'art. 2, comma 1, lett. a), della Legge 3 ottobre 2001, n. 366, con cui si è conferito al Governo la delega per la riforma del diritto societario, in cui tra gli obiettivi prioritari della delega era indicato quello di "*favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni ed internazionali*".

[408] A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, Milano, 2013, 1, rileva come nella prassi internazionale si definiscano ibridi "*gli strumenti finanziari che presentano, contemporaneamente, caratteristiche tipiche degli strumenti rappresentativi del capitale di rischio (*equity*) e di quelli rappresentativi del capitale di credito (*debt*)*".

[409] A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., 34. I nuovi strumenti finanziari partecipativi si caratterizzano, infatti, per collocarsi in una posizione di equidistanza tra gli strumenti relativi al capitale di rischio della

Le innovazioni apportate dalla riforma, e in particolare l'introduzione di questi ultimi strumenti, hanno comportato il superamento della «*schematica e tranquillizzante bipartizione obbligazione-azione*»[410] e l'avvio di una riflessione in merito alla natura giuridica di tali strumenti e alla loro classificazione all'interno degli elementi del patrimonio societario[411].

---

società e quelli rappresentativi del capitale di credito, condividendo con i primi l'attribuzione di diritti amministrativi e, con i secondi, il diritto al rimborso. Al riguardo si v. anche G. MUSCOLO, *Nuove categorie di strumenti finanziari partecipativi*, in F. Galgano (opera ideata e diretta da), E. Panzarini con A. A. Dolmetta, S. Patriarca (proseguita e curata da), *Le operazioni di finanziamento: bancario societario, sull'estero, al consumatore, strutturato, a mezzo garanzia, pubblico*, Bologna, 2016, 1059 ss.

[410] P. SPOLAORE, *Finanziamento "privato" e strumenti finanziari partecipativi*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2018, 277; in senso analogo si è espresso anche C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003, 59, evidenzia l'assenza di "*linee di confine, di fronte ad una struttura finanziaria delle società che, tra i due estremi della partecipazione azionaria e della mera posizione creditoria registra un* continuum *di posizioni non chiaramente definiti dalla legge*".

[411] In merito agli strumenti finanziari partecipativi, tra i tanti, si v. F. INNOCENTI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, Napoli, 2017. Sebbene l'ultimo comma dell'articolo 2411 del Codice civile preveda che agli "*strumenti finanziari, comunque denominati, che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società*" si applichi la disciplina prevista per le obbligazioni societarie, profonde sono le differenze che intercorrono tra queste ultime e gli strumenti finanziari partecipativi. In primo luogo, occorre rilevare come gli strumenti finanziari partecipativi, a differenze delle obbligazioni, non necessariamente prevedono la restituzione del capitale investito e possono attribuire al sottoscrittore dello strumento particolari diritti amministrativi. In secondo luogo, le obbligazioni si caratterizzano per la loro natura di titoli di massa (G. F. CAMPOBASSO, *L'emissione di obbligazioni bancarie*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1994, I, 476). Differente risulta anche il regime di circolazione a cui questi strumenti risultano assoggettati (cfr. P. SPADA, *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, I, 625 s.), così come la causa che contraddistingue i due negozi (per approfondire si v. P. SPADA, *ult. op. cit.*, 626; C. BRESCIA MORRA *Obbligazioni bancarie e altri strumenti di risparmio*, cit., 821). L'eterogeneità delle caratteristiche di cui possono essere dotati gli strumenti finanziari partecipativi ha portato a riconoscere a questa categoria una natura residuale, nella quale è possibile catalogare quegli strumenti che non possono essere ricondotti né al capitale di rischio né al prestito obbligazionario, cfr. L. ENRIQUES, *Quartum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti ed in Italia*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2005, I, 166 ss.

In questo rinnovato contesto, esigenze di chiarezza e coerenza sistemica hanno imposto all'interprete il compito di identificare gli elementi tipizzanti le diverse forme di finanziamento societario al fine di consentire una loro puntuale qualificazione giuridica e di applicare correttamente il relativo regime normativo. Pur senza entrare nel dettaglio, gli elementi caratterizzanti lo strumento obbligazionario possono essere individuati principalmente nella sua assoluta incompatibilità con l'attribuzione di qualsiasi diritto di natura associativa[412] e nella unitarietà della complessiva operazione di prestito sotto il profilo economico, che ha portato a riconoscere al prestito obbligazionario natura di finanziamento di gruppo organizzato[413].

4. La disciplina delle obbligazioni nel settore bancario.

Le obbligazioni emesse dalle banche trovano nell'ordinamento italiano una disciplina speciale nel Testo Unico Bancario, in specifico, nella versione vigente, nell'art. 12, inserito nel Capo I, Titolo II, relativo alla "*nozione di attività bancaria e di raccolta del risparmio*". In ragione di questa collocazione, il prestito obbligazionario bancario rientra

---

[412] In questo senso A. GIANNELLI, *Art. 2411 Diritti degli obbligazionisti*, cit., 29, il quale con riguardo alle obbligazioni subordinate e a quelle indicizzate, evidenzia come una maggiore compartecipazione al rischio di impresa da parte del sottoscrittore dello strumento non abbia fatto venire meno "*l'assoluta incompatibilità tra la fattispecie obbligazionaria e l'attribuzione di diritti di natura associativa ai portatori dei titoli. Tale incompatibilità continua infatti a costituire caratteristica distintiva delle obbligazioni rispetto a tutte le altre categorie di strumenti finanziari che la nuova società per azioni può emettere*".

[413] Sulla natura del prestito obbligazionario come finanziamento di un gruppo organizzato, si v. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 282, nt. 7; G. FERRI, *Le società*, cit., 501. Tale qualificazione, che porta a escludere, per questa tipologia di prestito, sia la natura di prestito individuale sia quella di prestito meramente collettivo, ha evidentemente riflessi anche dal punto di vista giuridico; infatti, i rapporti tra la società emittente e i singoli sottoscrittori risultano collegati tra loro, in merito si v. D. PETTITI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964, 11 ss.; G. COTTINO, *Diritto Commerciale*, vol. I, tomo II, Cedam, 1987, 516; R. SACCHI, *Gli obbligazionisti nel concordato delle società*, Milano, 1981, 38 ss.; R. CAVALLO BORGIA, *op. cit.*, 5. In merito occorre evidenziare come, sotto un profilo pratico, non sia necessaria l'effettiva emissione di una pluralità di titoli, essendo sufficiente che sia prevista la frazionabilità del prestito, sul punto cfr. A. DE GREGORIO, *Delle società e delle associazioni commerciali: art. 76 a 250 Cod. comm.*, in *Il codice di commercio commentato*, IV, 6 ed., Torino, 1938, 525; G. VISENTINI, *Operazioni atipiche di finanziamento con emissione di titoli in serie*, in *Banche e Banchieri*, 1979, 30.

dunque tra quelle forme di raccolta del risparmio presso il pubblico per cui, ai sensi dell'art. 11 del T. U. B.[414], sussiste in capo all'istituto di credito emittente, al pari di quanto previsto per le obbligazioni societarie disciplinate dal codice civile, "*un obbligo di rimborso*". Obbligo che, come ha chiarito il Comitato Interministeriale del Credito e Risparmio - con la propria deliberazione del 19 luglio 2005, n. 1058 – sussiste anche nell'ipotesi in cui "*i tempi e l'entità del rimborso possono essere condizionati da clausole di postergazione o dipendere da parametri oggettivi, compresi quelli rapportati all'andamento economico dell'impresa o dell'affare in relazione ai quali i fondi sono stati acquisiti*"[415].

La disciplina speciale prevista nel Testo Unico Bancario applicabile alle obbligazioni bancarie sostituisce in maniera significata le disposizioni codicistiche. Le differenze normative riscontrate tra la disciplina prevista alle obbligazioni societarie e quelle bancarie hanno portato a dubitare che questi strumenti possano essere ricondotti ad un medesimo *genus*[416]. Questo orientamento trova sostegno nella constatazione che, comunanza lessicale a parte[417], alle obbligazioni bancarie non si applicano le disposizioni

---

[414] In merito si v. R. LENER, *La Raccolta del risparmio: profili generali*, in A. Urbani (a cura di), *L'attività delle Banche*, 2010, Cedam, 65 ss.

[415] Di opinione diversa P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, 2 ed., Torino, 2004, 102 ss., secondo cui "*ogniqualvolta il diritto al rimborso non si ritenga incondizionato, ma risulti condizionato al risultato economico dell'attività bancaria bisognerebbe escludere si rientri nella fattispecie della raccolta del risparmio*".

[416] Al riguardo, si v. P. MARCHETTI, *op. cit.*, 487 ss.; B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999, 234; R. COSTI, *Le innovazioni del settore creditizio e societario*, in *Società*, 1991, 435; D. GALLETTI, *op. cit.*, 248, propende per la sussunzione delle obbligazioni previste dal Codice civile e di quelle bancarie "*in un concetto ancora più generale*". M. MARCUCCI, *art. 12*, in F. Capriglione (diretta da), M. Pellegrini – M. Sepe – V. Troiano (con la collaborazione di), *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, 4 ed., I, Vicenza, 2018, in 156 ss.; F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 381; F. DI SABATO, *Manuale delle società*, 1995, 411 s.

[417] In questo senso, B. LIBONATI, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, cit., 211, che ha fatto notare come le obbligazioni societarie e quelle bancarie, che non prevedano la convertibilità del capitale, condividano sostanzialmente solo il nome e poco più.

codicistiche relative: agli aspetti formali inerenti alla deliberazione (art. 2410)[418]; ai limiti quantitativi all'emissione dello strumento (art. 2412); ai limiti relativi alla possibilità di procedere a una riduzione del capitale sociale in pendenza del prestito (art. 2413); al regime di pubblicità previsto per la delibera che dispone l'operazione (art. 2414, c. 1, n. 3); alle modalità di costituzione di garanzie sullo strumento (art. 2414-bis); alle norme relative all'assemblea degli obbligazionisti e alla nomina del loro rappresentate (artt. da 2415 a 2419). Nel complesso quindi le disposizioni del codice civile sulle obbligazioni trovano un'applicazione limitata e residuale nel settore bancario[419].

Alle disposizioni contenute nel Testo Unico Bancario si affiancano, nel caso gli strumenti siano collocati presso il pubblico e non ricorrano le eccezioni normativamente previste[420], quelle stabilite dal D. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria), tese a garantire sia gli investitori sia il regolare e corretto andamento del mercato finanziario[421]. Nella disciplina dello strumento in esame, un rilievo non secondario deve essere assegnato alle disposizioni che in materia emana la Banca d'Italia, a cui il legislatore ha attribuito il compito di disciplinare aspetti specifici dell'emissione e della gestione delle obbligazioni bancarie. La definizione delle questioni relative ai diritti e agli obblighi che discendono dalla sottoscrizione del prestito obbligazionario, non già oggetto delle norme legislative e delle disposizioni

---

[418] Con la riforma del 2003 è stata invece estesa anche alle società di diritto comune la possibilità di attribuire all'organo amministrativo il potere di deliberare in merito all'emissione dello strumento obbligazionario. La scelta compiuta dal legislatore risulta coerente con quell'impostazione che individua nel prestito obbligazionario un atto di gestione ordinaria dell'impresa finalizzato a procurare alla società le risorse necessarie al perseguimento dell'oggetto sociale e che dunque non ha alcuna incidenza sulla posizione soggettiva dei soci.

[419] Al riguardo, occorre rilevare come l'art. 12, comma 4, del Testo Unico, stabilisce che "*alle obbligazioni convertibili in azioni proprie si applicano le norme del codice civile, eccetto l'articolo 2412*".

[420] L'art. 100, del decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58, disciplina i casi di inapplicabilità della disciplina relativa all'offerta al pubblico.

[421] In questo senso F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 381; C. BRESCIA MORRA, *Obbligazioni bancarie e altri strumenti di risparmio*, cit., 811; V. CONTI, *Le obbligazioni bancarie: sviluppi regolamentari e implicazioni operative*, in *Bancaria*, 7/8, 2010, 72 ss.

regolamentari, è rimessa all'autonomia contrattuale delle parti. In proposito, occorre rilevare come, il rapporto giuridico che si instaura tra la società emittente e il singolo investitore, stante la natura letterale dello strumento[422], è, generalmente[423], regolato sulla base di quanto contenuto nel titolo di credito.

La concreta attività di emissione da parte degli istituti di credito deve conformarsi, oltre che alla normativa primaria, alle disposizioni emanate dalla Banca d'Italia, alla quale, in virtù di quanto previsto ai commi quinto e settimo dell'articolo 12 del T.U.B., è attribuito un potere di regolamentazione che essa esercita principalmente attraverso proprie circolari[424]. Le prescrizioni che il regolatore fornisce attraverso tali atti hanno particolare rilevanza poiché definiscono le caratteristiche tipiche minime che devono essere possedute delle obbligazioni bancarie, di modo che i titoli emessi abbiano alcuni aspetti comuni sufficienti per essere agevolmente identificati dagli investitori. Le obbligazioni bancarie devono avere un taglio non inferiore a 10.000 euro, salvo la possibilità di procedere all'emissione di strumenti con un taglio minimo pari o superiore a 1.000 euro nell'ipotesi in cui l'operazione di finanziamento sia complessivamente inferiore a 150 milioni di euro oppure nel caso in cui la banca emittente abbia un patrimonio di vigilanza non inferiore a 25 milioni di euro e abbia chiuso gli ultimi tre bilanci, di cui l'ultimo

---

[422] In merito, si v. M. SARALE, *Le obbligazioni di società*, in *Giur. comm.*, I, 1982, 882 s., anche per gli ulteriori riferimenti citati.

[423] Cfr. D. LA LICATA, *op.cit.*, 2 ss. In proposito i titoli emessi in ragione della sottoscrizione del prestito obbligazionario rientrano nella categoria di quelli c.d. a letteralità incompleta, rinviando dunque ad altri documenti per la determinazione della concreta disciplina applicabile al rapporto creditizio, quali, ad esempio, le deliberazioni che ne hanno disposto l'emissione o altre a queste successive. In merito P. SPADA, *op. cit.*, 626, individua in ciò "*un'incompletezza in senso procedurale*".

[424] L'articolo 12, comma 5, del Testo Unico Bancario prevede che "*La Banca d'Italia disciplina l'emissione da parte delle banche delle obbligazioni non convertibili o convertibili in titoli di altre società nonché degli strumenti finanziari diversi dalle partecipazioni*"; al settimo comma è invece stabilito che la stessa "*disciplina le emissioni da parte delle banche di prestiti subordinati, irredimibili ovvero rimborsabili previa autorizzazione della medesima Banca d'Italia. Tali emissioni possono avvenire anche sotto forma di obbligazioni o di titoli di deposito*". Tra le circolari emanate dalla Banca d'Italia ha assunto particolare importanza la n. 229 del 21 aprile 1999 con cui sono state definite le Istruzioni di Vigilanza per le banche.

certificato, in utile. Trattandosi di strumenti di raccolta di medio lungo termine, la loro durata originaria non può essere inferiore a 36 mesi[425]. In virtù del potere di "connotazione" attribuito alla Banca d'Italia[426] non è consentito denominare "obbligazioni" titoli con caratteristiche differenti da quelle indicate nella normativa secondaria; né attribuire un diverso *nomen* a strumenti che invece le possiedano[427]. La previsione, oltre a consentire una sorta di «*monitoraggio sulla creazione di nuovi strumenti finanziari*»[428], risulta evidentemente finalizzata a garantire una maggior tutela per gli investitori, incrementando il livello di trasparenza e concorrenzialità del mercato permettendo ai medesimi una più immediata confrontabilità delle offerte. Il rispetto delle disposizioni stabilite dalla Banca d'Italia in merito agli elementi che lo strumento obbligazionario deve possedere risulta essenziale ai fini della validità del negozio di

---

[425] Nell'ipotesi in cui sia prevista la possibilità per la banca emittente di procedere al rimborso anticipato del finanziamento, lo stesso non può essere effettuato prima che siano trascorsi 18 mesi dalla chiusura del periodo di offerta dell'ultima *tranche* ovvero del collocamento. Qualora, invece, il diritto a ottenere il rimborso anticipato delle somme prestate sia attribuito all'investitore, il rimborso non potrà essere eseguito prima che siano trascorsi 24 mesi dalla chiusura del periodo di offerta dell'ultima *tranche*. Le Istruzioni di Vigilanza prevedono, inoltre, sotto il profilo contenutistico, che le obbligazioni bancarie non dematerializzate indichino: la denominazione, l'oggetto, la sede della banca, l'indicazione dell'ufficio del registro delle imprese presso il quale è iscritta, nonché il capitale sociale sottoscritto e versato al momento dell'emissione. Tra le informazioni che il titolo deve assolutamente contenere, la Banca d'Italia ha altresì individuato l'ammontare complessivo delle obbligazioni emesse dall'istituto di credito, il valore nominare di ciascuna di esse, l'interesse corrisposto e le modalità di pagamento e rimborso. Nell'eventualità che l'istituto proceda a emettere obbligazioni garantite, nel titolo dovranno inoltre essere indicare i beni a garanzia del prestito.

[426] Cfr. G. DE NOVA, *Trasparenza e connotazione*, in *Riv. Trim. dir. e proc. civ.*, 1993, 935 ss.; ID., *La tipizzazione amministrativa dei titoli e dei contratti prevista dall'art. 117, comma 8, del T.U.B.*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia*, n. 49, Roma, 1998, 68 ss.; G. ALPA, *La trasparenza dei contratti bancari*, Bari, 2003, 40 ss.

[427] Sull'applicabilità della normativa si v. D. SPAGNUOLO, *Titoli bancari di raccolta del risparmio*, in P. Rescigno (diretto da), *Trattato di diritto privato*, 13*, Torino, 2008, 507; C. BRESCIA MORRA, *Obbligazioni bancarie e altri strumenti di risparmio*, cit., 824, la quale evidenzia come la norma incida sul momento di creazione e non su quello di commercializzazione degli strumenti.

[428] P. MARCHETTI, *op. cit.*, 495.

finanziamento; l'eventuale difformità tra la denominazione e le caratteristiche dello strumento commercializzato è infatti sanzionata – ai sensi dell'art. 117, comma 8, secondo periodo, del T.U.B. – con la nullità del contratto[429].

5. Le obbligazioni subordinate

L'ultimo comma dell'articolo 12 del Testo Unico Bancario riconosce alle banche la possibilità di emettere strumenti subordinati anche nella forma di obbligazioni. All'istituto della subordinazione del credito risultano attualmente dedicate, nel contesto bancario[430], due disposizioni normative: il settimo comma dell'art. 12 e l'articolo 12-*bis* del Testo Unico Bancario. In particolare, con la prima delle due norme citate, il legislatore ha attribuito alla Banca d'Italia il potere di disciplinare le emissioni bancarie di prestiti subordinati, irredimibili o rimborsabili previa autorizzazione della stessa Autorità di Vigilanza, stabilendo altresì che "*[t]ali emissioni possono avvenire anche sotto forma di obbligazioni*".

Con l'articolo 12-*bis*, il legislatore ha invece introdotto nell'ordinamento una nuova categoria di passività – i c.d. strumenti di debito chirografario di secondo livello, di cui si parlerà in seguito più nel dettaglio – legalmente subordinata agli altri crediti chirografari

---

[429] Si tratta in questo caso di una nullità relativa, che può essere fatta valere solo dal cliente e non anche dalla banca. Per quanto riguarda la nullità relativa dei contratti si v. N. SARTORI, *L'istituto della nullità relativa nel settore finanziario: dalla teoria alla pratica*, in *Rivista di diritto bancario*, 2002, 1 ss.; G. GIOIA, *Nullità di protezione tra esigenze del mercato e nuova cultura del contratto conformato*, in *Corr. giur.*, 1999, V, 606 s.; secondo A. BLANDINI, *Problemi cartolari dei titoli obbligazionari emessi dalle banche*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1996, I, 849 ss., la previsione da parte del legislatore realizza "*una mera «restrizione» del novero dei soggetti legittimati a far valere detta nullità*".

[430] Per quanto riguarda la disciplina prevista dal Codice civile, a seguito della riforma del diritto societario del 2003, lo strumento obbligazionario subordinato è disciplinato al primo comma dell'art. 2411, con cui il legislatore ha riconosciuto che anche nelle società di diritto comune, "*il diritto degli obbligazionisti alla restituzione del capitale ed agli interessi può essere, in tutto o in parte, subordinato alla soddisfazione dei diritti di altri creditori della società*".

dell'ente, al fine di risolvere un difetto di coordinamento che si era venuto a creare tra la normativa europea e i principi elaborati a livello internazionale[431].

La normativa secondaria – predisposta dalla Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 12, comma 7, del T.U.B. – in merito alle passività subordinate, si limita a prevedere che queste, al pari degli strumenti ibridi di patrimonializzazione, possano essere emesse sotto forma di obbligazioni, certificati di deposito, buoni fruttiferi o altri titoli e che le clausole che regolano il rimborso di tali prestiti devono essere richiamate con chiarezza sui titoli e approvate per iscritto dal cliente. Risulta invece rinviato alla disciplina europea il compito di determinare la computabilità dei prestiti subordinati o irredimibili ai fini della determinazione del patrimonio di vigilanza.

Ai fini di una maggior chiarezza espositiva pare opportuno procedere, in primo luogo, ad analizzare il funzionamento della clausola di subordinazione, per poi procedere ad analizzare i vantaggi che derivano dal ricorso dello strumento postergato, concentrandosi, successivamente, sull'analisi della natura della clausola di subordinazione.

5.1. Il funzionamento della clausola di subordinazione.

L'istituto della subordinazione del credito attribuisce, nel caso di liquidazione della società, "*ai creditori beneficiari* [della clausola di subordinazione] *il diritto di soddisfarsi sul patrimonio del debitore con precedenza rispetto al creditore subordinato*"[432]. Ne

---

[431] Vedi *Infra.*

[432] Così S. VANONI, *I crediti subordinati*, Torino, 2000, 12 s. Per quanto riguarda la dottrina straniera in materia di subordinazione cfr., tra gli altri, P. R. WOOD, *Law of Subordinated Debt*, London, Sweet & Maxwell, 1990; R. M. GOODE, Principles of Corporate Insolvency Law, 4ed, London, Sweet & Maxwell, 2011, 246 ss.; R. W. JOHNSON, *Subordinated debentures: debt that serves as equity*, in *The Journal of Finance*, Vol. 10, 1955, 1 ss.; D. G. CARLSON, *A Theory of Contractual Debt Subordination and Lien Priority*, in *Vanderbilt Law Review*, Vol. 38, 1985, 975 ss.; D.M. CALLIGAR, *Subordination Agreements*,in *Yale Law Journal*, Vol. 70, 1961, 376 ss.; E. EVERETT, *Subordinated Debt. Nature, Objectives and Enforcement*, in *Boston University Law Review*, Vol. 40, 1964, 487 ss.; J. L. LOPES, *Contractual Subordinations and Bankruptcy*, in *Banking Law Journal*, Vol. 97, 1980, 204 ss.; B. MACDOUGALL, *Subordination Agreements*, in *Osgoode Hall Law Journal*, Vol. 32, 1994, 226 ss.; J. R. HUDSON, P.E. MEARS, I. A. GOATLEY MORENO, *Revisiting the Outer Fringes: Contractual Subordination in Dual*

consegue che, una volta avviata la procedura di liquidazione della società, e indipendentemente dalla circostanza che la decisione sia stata presa volontariamente o no, per il creditore *junior* risulta preclusa la possibilità di ottenere la restituzione del *tantundem* prima che siano stati integralmente rimborsati gli altri creditori dell'ente non egualmente subordinati. Al fine di evitare l'aggiramento della norma, il legislatore ha stabilito non solo che, durante la liquidazione, il creditore subordinato debba astenersi dal pretendere il pagamento del proprio credito, ma che nemmeno il debitore possa autonomamente procedere al suo pagamento[433]. La subordinazione del credito può trovare origine in una disposizione normativa o giudiziale (si parla in questo caso di subordinazione involontaria legale o giudiziale)[434] oppure nell'accordo delle parti (c.d.

Bankruptcy Cases, in *Commercial Law Journal*, Vol. 98, 1993, 419 ss.; D. KRAVITZ, *The Outer Fringes of Chapter 11: Nonconsenting Senior Lenders' Rights Under Subordination Agreements in Bankruptcy*, in *Michigan Law Review*, Vol. 91, 1992, 281 ss.; R. J. WOOD, *Subordination Agreements, Bankruptcy and the PPSA*, in *Canadian Business Law Journal*, Vol. 49, 2010, 66 ss.; A. BRUYNEEL, *Les prêts subordonnés*, in *Revue de la banque*, 1976, 530 ss.; A. BRUYNEEL, S. VELU, *Les prêts subordonnés en droit belge*, Paris, Feduci, 1983, 122 ss.; C. JAQUES, *Subordination (postposition) et exécution : le sort des créances subordonnées dans l'exécution forcée*, in *L'Expert-comptable suisse*, Vol. 10, 1999, 899 ss.; J.M.A. EGUIDAZU, *Subordinación contractual y subordinación concursal*, in *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía*, 2004, 1884 ss. J. J. GALLAGHER, *Legal Aspects of Commercial Bank Insurance of Subordinated Debt*, in *Catholic University Law Review*, Vol. 17, 1967, 64 ss.

[433] M. IRRERA, *La nuova disciplina dei «prestiti» dei soci alla società*, in S. Amborsini (a cura di), *La riforma delle società* 2003, Torino, 143.

[434] In ambito societario, rappresentano ipotesi di subordinazione legale le disposizioni previste dall'art. 2467, c. 1, del Codice civile, che, in materia di s.r.l., stabilisce come "*il rimborso dei finanziamenti dei soci a favore della società é postergato rispetto alla soddisfazione degli altri creditori*", e dall'art. 2497-quinques che dispone la postergazione del rimborso dei "*finanziamenti effettuati a favore della società da chi esercita attività di direzione e coordinamento nei suoi confronti o da altri soggetti ad essa sottoposti*". Un'altra ipotesi di subordinazione legale del credito è prevista all'art. 2483, in base al quale, "*la trasmissione o il vincolo dell'ipoteca per cessione, surrogazione, pegno, postergazione di grado o costituzione in dote del credito ipotecario, nonché per sequestro, pignoramento o assegnazione del credito medesimo si deve annotare in margine all'iscrizione dell'ipoteca*". Possono ricorrere esempi di postergazione del credito giudiziale quando, in sede di concorsuale, il tribunale omologa l'accordo con cui alcuni creditori accettano di essere soddisfatti successivamente al pagamento di altri creditori, in merito si

subordinazione volontaria[435]). All'interno di quest'ultima categoria pare potersi ricondurre anche quelle ipotesi di postergazione che derivano dalla struttura della società emittente (c.d. subordinazione strutturale)[436]; anche in questo caso, infatti, la decisione di subordinare il soddisfacimento del credito al preventivo pagamento degli altri creditori discende dalla volontà delle parti contraenti.

Mentre nelle ipotesi di subordinazione involontaria l'area di operatività della postergazione è definita direttamente dal legislatore o da un giudice, o comunque sottoposta al vaglio di quest'ultimo, in quella volontaria l'ambito di estensione della stessa è rimessa alla volontà dei contraenti, nei limiti ovviamente previsti dalla legge. Essi potranno, infatti, stabilire: se la clausola in esame operi con riguardo all'intero credito (subordinazione totale) oppure solo a una parte di esso (subordinazione parziale); se opererà a vantaggio di tutti i crediti della società, presenti e futuri, non egualmente subordinati (universale o assoluta) oppure solo nei confronti di uno o più crediti determinati (particolare o relativa). Qualora la subordinazione sia assoluta, nell'eventualità in cui sia disposta la liquidazione dell'emittente, il creditore postergato verrà dunque a collocarsi in una posizione intermedia tra i soggetti titolari degli strumenti

---

v. M. PIZZIGATI, *Postergazione di credito come garanzia nel concordato fallimentare*, in *Giur. comm.*, 1977, II, 284 ss.

[435] Secondo A. GIANNELLI, *Art. 2411 Diritti degli obbligazionisti*, cit., 30, nt. 6, dal confronto dalla terminologia utilizza all'art. 2411 del c.c. e quanto stabilito all'art. 2467 del c.c. e dalle disposizioni fallimentari, si dovrebbe desumere che il legislatore abbia voluto indicare con il termine subordinazione solo l'arretramento del grado che deriverebbe da un accordo negoziale tra le parti, nel caso in cui questo derivi invece direttamente da una disposizione normativa o dalla decisione di un giudice l'autore ritiene più corretto parlare di "postergazione". Nel presente lavoro i due termini sono invece utilizzati come sinonimi.

[436] È, per esempio, il caso in cui lo strumento sia emesso dall'impresa madre. In questo caso, il sottoscrittore è creditore diretto della *holding*, ma risulta sostanzialmente postergato rispetto ai creditori delle singole società del gruppo, nel caso in cui quest'ultimo fallisca. Il patrimonio della *holding* è, infatti, in tutto, o in parte, costituito dalle partecipazioni che la stessa detiene nelle altre società del gruppo; tuttavia, nel caso in cui queste vengono liquidate, la società madre, in quanto socia, potrà beneficiare degli eventuali riparti dell'attivo solo dopo che siano stati soddisfatti i creditori delle controllate. In questo modo, il patrimonio della *holding*, verosimilmente, potrà subire drastiche riduzioni, il che, evidentemente, inciderà anche sulla capacità dei suoi creditori sociali di soddisfare le proprie pretese.

rappresentativi del capitale proprio della società e i crediti chirografari[437]; è infatti solo a seguito dell'integrale soddisfacimento di questi ultimi che esso potrà richiedere il pagamento del proprio credito. Diversamente, nel caso in cui il credito si presenti come relativamente subordinato – e dunque postergato solo ad alcuni degli altri creditori della società – il suo titolare potrà partecipare al riparto dell'attivo alla pari con gli altri creditori non subordinati. Tuttavia, le somme che il creditore relativamente subordinato riceve, nel corso della liquidazione, deve trasferirle ai creditori a vantaggio dei quali opera la clausola di subordinazione, fino alla loro completa soddisfazione. In questa ipotesi, in sostanza, il creditore beneficiario della subordinazione è come se partecipasse due volte all'eventuale distribuzione dell'attivo: una volta nella sua qualità di creditore diretto dell'ente e, una seconda volta, per mezzo del creditore subordinato, il quale invece di trattenere per sé le somme eventualmente ricevute, gliele trasferisce; per questa ragione tale sistema è detto del doppio dividendo (c.d. *double dividend system)*[438].

Considerata la capacità di incidere sulla situazione soggettiva dei diversi creditori non subordinati dell'emittente, e l'importanza che la clausola di subordinazione può avere avuto nel convincerli a sottoscrivere il finanziamento, la stessa non è liberamente revocabile dalle parti attraverso una modifica consensuale dell'originario patto[439]. Per le

---

[437] Sebbene la postergazione operi principalmente con riferimento ai creditori chirografari, nulla vieta che tale istituto possa trovare applicazione anche in relazioni ai crediti che siano assistiti da una causa di prelazione, al riguardo cfr. Trib. Roma, 14 marzo 1991, in *Dir. fall.*, 1991, II, 998 s.

[438] In merito si veda D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, in *Quaderni di Giur. comm.*, Milano, 2012, 19, per ulteriore bibliografia. ID., *Finanziamento alle imprese, banche e subordinazione volontaria dei crediti*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2011, I, 776 ss.

[439] In questo senso anche G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, in G. B. Portale (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, 373, il quale ritiene che anche in assenza di una espressa previsione di immodificabilità, senza il consenso dei creditori beneficiari, la possibilità di mutare il contenuto della clausola di subordinazione, o addirittura espungere la medesima dall'accordo, dovrebbe ritenersi preclusa dal principio generale per cui il contratto debba essere eseguito secondo buona fede. Di opinione contraria F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 256, il quale ritiene il patto liberamente modificabile in ragione della eventualità della subordinazione che è condizionata alla preventiva liquidazione da parte del debitore.

medesime ragioni, il credito oggetto della subordinazione non può nemmeno essere oggetto di compensazione[440]; ammettere la compensabilità del credito postergato ma non la possibilità di revocare il patto di subordinazione si sostanzierebbe nel legittimare a valle quello che è vietato a monte. Affinché l'iniziale accordo possa essere modificato occorrerà, quantomeno, il consenso dei creditori che dal medesimo traevano beneficio; i quali potranno nello stesso modo ammettere anche l'eventuale compensazione del credito subordinato.

Non vi è nessun impedimento a che l'ente creditizio proceda a emettere più strumenti subordinati in momenti differenti, ma nell'eventualità in cui sia disposta la liquidazione dell'emittente, agli stessi dovrà essere riconosciuto il medesimo grado gerarchico[441], salvo non fosse stato previsto diversamente. In ogni caso, l'autonomia riconosciuta alle parti nell'emissione degli strumenti subordinati non può, evidentemente, porsi in contrasto con la gerarchia concorsuale stabilita dal legislatore. Ne consegue che risultano pertanto inammissibili le clausole di subordinazione che operino a vantaggi degli strumenti di capitale: ai soci è infatti riconosciuto il diritto di beneficiare sull'attivo patrimoniale solo dopo l'integrale soddisfacimento dei creditori sociali, compresi i subordinati[442].

---

[440] E. CUSA, *Gli strumenti ibridi delle banche*, in *Banca Impresa Società*, 1, 2010, 87, sottolinea come ciò si renda opportuno in quanto la subordinazione è "*a tutela non della sola società emittente, ma di tutti i potenziali creditori della banca, a salvaguardia dei quali è prevista la disciplina imperativa del* [Patrimonio di Vigilanza]".

[441] In questo senso A. GIANNELLI, *Art. 2411 Diritti degli obbligazionisti*, cit., 48; di diversa opinione A. AUDINO, *Delle obbligazioni*, in A. Maffei Alberti (a cura di), in *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, 1225, nt. 18

[442] In questo senso, L. DESIDERIO e P. ZAMBONI, *Brevi note sui prestiti subordinati*, in G. B. Portale (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, 371, i quali, analizzando il rapporto tra i prestiti subordinati e le azioni di risparmio e privilegiate, evidenziano come queste ultime "*realizzano una graduazione tra soci, e cioè al di sotto delle linea di confine che separa i proprietari dai creditori, mentre i crediti subordinati realizzano una graduazione fra questi ultimi, al di sopra – per così dire – di detta linea*" ; di parere parzialmente differente D. GALLETTI, *op. cit.*, 259.

5.2 I vantaggi del ricorso agli strumenti subordinati.

Al di fuori dell'ambito bancario, l'istituto della subordinazione volontaria del credito ha trovato, nell'ordinamento italiano, una diffusa applicazione principalmente all'interno delle procedure concorsuali, al fine di evitare la liquidazione dell'ente insolvente[443]; nelle operazioni di *leverage buy out*, quale strumento per ottenere la liquidità necessaria a finanziare i processi di aggregazione[444], e nelle operazioni di cartolarizzazione[445].

A partire dagli anni '80 del secolo scorso, seguendo l'esempio offerto in altri Paesi, l'istituto della postergazione negoziale del credito ha iniziato a riscuotere un sempre maggiore interesse nella dottrina italiana, che aveva individuato in questo istituto la soluzione per risolvere il problema della sottocapitalizzazione del settore bancario. Attraverso l'emissione di strumenti subordinati gli istituti di credito avrebbero infatti potuto irrobustire la propria struttura patrimoniale acquisendo risorse caratterizzate da una maturità medio-lunga. Finché la gestione delle crisi bancarie è stata condotta prevalentemente ricorrendo alla prassi del *bail-out*, l'emissione delle obbligazioni subordinate ha consentito di soddisfare contemporaneamente le esigenze delle banche emittenti di approvvigionarsi di capitali a un costo relativamente contenuto (con il vantaggio ulteriore di non dover modificare la compagine sociale o richiedere ai soci di eseguire nuovi conferimenti) con quelle degli investitori. Questi ultimi potevano, infatti, ottenere dai titoli subordinati un rendimento più elevato rispetto a quello offerto da

---

[443] F. CAPUTO NASSETTI, *Del debito subordinato delle banche*, in *Diritto del commercio internazionale*, 2003, 241 s.

[444] Al riguardo cfr. M. BORRONI, *Prestiti subordinati e debt capital nelle banche italiane*, Bancaria editrice, 2006, 137 ss.; M. SOLINAS, *Il finanziamento mezzanino*, in F. Galgano (ideata e diretta da), E. Panzarini – A. A. Dolmetta – S. Patriarca (proseguita e curata da), *Le operazioni di finanziamento*, Bologna, 2016, 1210 ss.; C. CINCOTTI, *Merger Leveraged Buy-Out, sostenibilità dell'indebitamento e interessi tutelati dall'ordinamento*, in *Riv. soc.*, 4, 2011, 634 ss.; F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 237 s.

[445] V. TROIANO, *Le operazioni di cartolarizzazione*, Padova, 2003, 150 ss.; F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 238.

strumenti strutturalmente simili (ma privi della clausola di subordinazione), a fronte di un rischio emittente pressoché identico.

L'esigenza di evitare una corsa agli sportelli ha infatti, in passato, indotto le autorità italiane a evitare che le crisi degli istituti bancari potessero avere conseguenze sui loro creditori. Come si è visto in precedenza, a seguito della recente evoluzione normativa, questa strategia non è più praticabile. Sulla base delle nuove disposizioni in materia di risanamento e risoluzione bancaria, l'autorità di risoluzione competente potrà infatti imporre a chi abbia investito nell'ente creditizio in dissesto di sostenere i costi della sua ristrutturazione. In particolare, un tale onere ricadrà oltre che sui soci e detentori di strumenti di capitale dell'ente, anche sui suoi creditori, secondo un ordine che, in virtù del principio del *no creditor worse off*, ricalca quello previsto nelle procedure concorsuali. La nuova impostazione del sistema incide dunque profondamente sui diritti dei titolari degli strumenti subordinati, i quali, all'interno della categoria dei creditori della banca, risultano quelli maggiormente esposti al rischio di vedere il proprio credito azzerato o convertito in azioni[446]. Come evidenziato in altra parte del lavoro, gli effetti riversati sui conti economici delle banche dall'incremento del rischio per i detentori delle obbligazioni subordinate non necessariamente comporteranno un aumento del costo complessivo della loro provvista. L'eventuale maggior costo sostenuto dalla società per il collocamento degli strumenti subordinati, potrebbe, infatti, essere compensato dai minori oneri che la stessa potrebbe essere chiamata a sopportare rispetto alle ulteriori passività offerte. L'emissione di strumenti subordinati che si posizionano a un livello intermedio tra il capitale di rischio e quello di debito della società, crea infatti una sorta di "cuscinetto" di cui beneficiano i creditori antergati della società, i quali, vedendo ridursi il rischio

[446] G. BRANCADORO, *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, Milano, 2005, 29, il quale evidenzia come "*la posizione giuridica che lega il titolare del prodotto finanziario all'emittente può comportare la possibilità di perdita del capitale o dei profitti sperati in dipendenza delle condizioni patrimoniali ed economiche dell'emittente del prodotto. Il rischio sottostante alle attività finanziarie può essere graduato in diverse eventualità: di perdita del capitale investito, del reddito atteso o dei profitti conseguibili da altre attività (costo implicito). In tutti i casi nell'investimento finanziario il rischio è connesso ad un'iniziativa facente capo ad altri e non al risparmiatore (investitore), in relazione alle condizioni economiche e patrimoniali o alla capacitò di gestione dell'emittente dello strumento finanziario*".

emittente relativo al proprio investimento, potrebbero decidere di accettare un rendimento inferiore rispetto a quello che avrebbero preteso in assenza della "garanzia" rappresentata dagli strumenti subordinati.

5.3 Il ruolo prudenziale delle passività subordinate.

La diffusione degli strumenti subordinati in ambito bancario è stata influenzata dalle decisioni adottate dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria[447], a partire dal 1988, di computarne l'importo ai fini della determinazione del patrimonio di vigilanza degli istituti di credito[448]. Anche per questa ragione, agli inizi degli anni '90 si è assistito ad

---

[447] Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria - istituito nel 1974 presso la Banca dei regolamenti internazionali - assume un ruolo di primo piano nella regolamentazione bancaria a livello internazionale. Il Comitato di Basilea, che oggi si compone di 45 membri, rappresentanti delle Banche Centrali e degli organismi di vigilanza di 28 Paesi (anche se poi le disposizioni adottate sono seguite da molti più Stati), si pone come l'obiettivo di rafforzare la stabilità del sistema finanziario a livello mondiale attraverso la formulazione di *standard* comuni per la regolamentazione prudenziale e con l'introduzione di prassi tese a favorire la cooperazione internazionale in materia di supervisione bancaria. Per maggiori dettagli sul funzionamento del Comitato si rinvia all'indirizzo internet: https://www.bis.org/bcbs/index.htm.

[448] Al riguardo, con il primo Accordo di Basilea (c.d. Basilea I), concluso nel 1988, fu stabilito un requisito patrimoniale minimo per l'esercizio dell'attività bancaria, pari almeno all'8% dell'attivo totale di ogni istituto di credito. Agli istituti di credito era riconosciuta la possibilità di computare in quella percentuale anche gli strumenti di debito postergati, in virtù della loro idoneità a coprire le perdite dell'ente sottoposto a liquidazione. In base alle disposizioni contenute nell'accordo (il cui testo originale è disponibile all'indirizzo internet: https://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf), gli strumenti subordinati - con una maturità originaria superiore ai cinque anni e un adeguato piano di ammortamento - potevano essere computati nel capitale di classe 1 dell'ente fino al 50% dell'ammontare del valore degli strumenti di capitale. Le disposizioni previste dall'accordo di Basilea I sono state adottate anche dal legislatore europeo con la Direttiva 89/229/Cee, recepita nell'ordinamento italiano con la L. n. 428/90 e con il d. lgs. 302/91; per approfondire sul punto, si v. M. BORRONI, *Prestiti subordinati e debt capital nelle banche italiane*, Bancaria editrice, 2006, 60 ss. A quel primo Accordo ne seguirono altri. Nel 2004, è stato infatti stipulato un nuovo accordo (c.d. Basilea II), sostitutivo del precedente, con il quale si è inteso disciplinare: i requisiti patrimoniali degli istituti di credito, le modalità di controllo delle Autorità di vigilanza e, infine, la disciplina del mercato e la trasparenza (per maggiori dettagli si v. C. BENTIVOGLI, E. COCOZZA, A. FOGLIA e S. IANNOTTI, *Basilea II e i rapporti banca-impresa: un'indagine sul cambiamento*, in *Banca Impresa Società*,

una crescita della rilevanza delle passività subordinate nel patrimonio degli istituti di credito italiani[449].

Questa impostazione, sostanzialmente confermata anche dai successivi accordi di Basilea, è stata ripresa, da ultimo, anche dal legislatore europeo nell'emanazione del c.d. *Capital Requirements Package* – composto dal Regolamento n. 575/2013 (CRR) e dalla Direttiva 2013/36/UE (CRD) – con cui si è provveduto a stabilire i requisiti patrimoniali richiesti agli istituti europei per l'esercizio dell'attività bancaria.

In proposito, il Regolamento UE 575/2013 definisce i fondi propri dell'istituto bancario come la somma del capitale di classe 1 (c.d. *Tier* 1) e del capitale di classe 2 (*Tier* 2), precisando inoltre che rientrano in questa seconda categoria anche i prestiti subordinati in possesso delle caratteristiche previste dalla normativa[450]. La suddivisione in classi del capitale ai fini della vigilanza rispecchia la diversa qualità degli elementi del patrimonio dell'istituto di credito, che viene valutata sulla base del "grado di stabilità" dell'apporto

---

1, 2007, 91 ss.; F. HEID, *The cyclical effects of the Basel II capital requirements*, in *Journal of Banking & Finance*, Vol. 31, 12, 2007, 3885 ss.). La recente crisi economico finanziaria ha indotto i regolatori a rivedere le decisioni fino ad allora assunte. Nel 2010, è stato raggiunto un nuovo accordo (c.d. Basilea III), che ha ad oggetto: i profili qualitativi e quantitativo dei requisiti minimi di capitale; la composizione e l'ammontare delle riserve di liquidità da possedere nonché le modalità e i limiti di utilizzo dello strumento della leva finanziaria (per un approfondimento sulle disposizioni introdotte dal terzo accordo di Basilea si v. F. MASERA, *Basilea 3: il nuovo sistema di regole bancarie dopo la grande crisi, 2012*). In questi ultimi anni, anche quest'ultimo accordo è stato rivisto sotto diversi aspetti, le nuove modifiche è previsto che entrino in vigore a partire dal 1° gennaio 2022 (per approfondire cfr. L. AMORELLO, *Beyond the Horizon of Banking Regulation: What to Expect from Basel IV?*, in *Harvard International Law Journal*, Vol. 58, 2016, 21 ss. disponibile all'indirizzo internet: https://harvardilj.org/wp-content/uploads/sites/15/Amorello_FORMATTED_FINAL.pdf).

[449] Per un'evoluzione del quadro normativo in materia e sugli effetti che ne sono conseguiti, si v. D. LA LICATA, *op. cit.*, 64 ss. Per un'indagine a livello internazionale cfr. BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Markets for Bank Subordinated Debt and Equity in Basel Committee Member Countries*, in *Working Paper*, 12, Bank for International Settlements, 2003, 3 ss., disponibile all'indirizzo internet: https://www.bis.org/publ/bcbs_wp12.pdf.

[450] I requisiti necessari affinché i prestiti subordinati possano essere computati ai fini di vigilanza sono stabiliti agli artt. 62 e 63 del Regolamento UE 575/2013.

e della idoneità della somma ricavata ad essere utilizzata a copertura delle perdite registrate[451].

Nel capitale di classe 1 - che si compone del capitale primario di classe 1 (*Common Equity Tier* 1) e del capitale aggiuntivo di classe 1 (*additional Tier* 1) - sono infatti inclusi gli elementi qualitativamente superiori in quanto risultano nella completa disponibilità dell'ente, che può, dunque, utilizzarli liberamente per la copertura delle perdite quando queste si verifichino[452].

Il patrimonio di classe 2 si compone, invece, di elementi patrimoniali dotati di una minore stabilità e il cui utilizzo a copertura delle perdite registrate dall'emittente risulta assoggettato al rispetto di particolari condizioni. Differentemente dal capitale di classe 1, gli elementi che appartengono a questa categoria possono venire utilizzati per coprire le perdite solo nel caso di liquidazione dell'ente. Tra gli elementi del capitale di classe 2, come anticipato, possono venire inclusi anche i prestiti subordinati purché risultino rispettate le condizioni stabilite dall'art. 63 del Regolamento[453].

I regolatori ritenevano che l'inserimento nel patrimonio di vigilanza (adesso denominati fondi propri) di strumenti con una clausola di subordinazione assoluta, oltre a favorire la patrimonializzazione degli emittenti potesse contribuire a ridurre i fenomeni di azzardo morale da parte degli amministratori e favorire una gestione sana e prudente dell'impresa. Questa linea di pensiero si fonda sulla considerazione che la remunerazione delle obbligazioni subordinate, sebbene le stesse siano esposte a un rischio analogo a quello degli strumenti di capitale, non risulta correlata ai risultati economici della società.

---

[451] Per alcune considerazioni in merito si v. D. LA LICATA, *op. cit.*, 191 ss. e 231 s.

[452] Sulla base della classificazione eseguita dall'Autorità Bancaria Europea, nel panorama italiano, rappresentano strumenti di capitale di classe 1, le azioni ordinarie e privilegiate, emesse anche alle banche cooperative o popolari. AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Report on the monitoring of CET1 instruments issued by EU institutions – second update*, 22 luglio 2019, disponibile all'indirizzo internet: https://eba.europa.eu/-/eba-updates-on-monitoring-of-cet1-capital-instrumen-1

[453] E. CUSA, *op. cit.*, 81 ss.; D. VATTERMOLI, *Finanziamento alle imprese, banche e subordinazione volontaria dei crediti*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2011, I, 751 ss.

Pertanto, mentre i soci potrebbero essere portati ad accettare l'assunzione, da parte del *management*, di più elevati livelli di rischio nella gestione degli affari della banca, nella speranza di un incremento del valore delle azioni e dell'ammontare del dividendo, per gli obbligazionisti subordinati non può essere razionalmente ravvisato alcun incentivo ad avallare decisioni che incrementino il rischio connesso all'attività imprenditoriale. Nelle aspettative del regolatore, la mancanza di correlazione tra il rischio e il rendimento dell'investimento dovrebbe fare assurgere l'obbligazionista subordinato a baluardo della sana e corretta gestione dell'attività imprenditoriale[454]. Che l'inclusione delle obbligazioni nel capitale di vigilanza della banca possa costituire un fattore di freno all'eventuale propensione al rischio dell'alta dirigenza può suscitare delle perplessità per le stesse ragioni per cui, in altra parte del lavoro, si è ritenuto problematico ipotizzare che i titolari delle passività assoggettabili a *bail-in* possano assolvere una funzione quanto meno di controllo sulla gestione della banca.

Non è mancato chi, in ragione dei possibili benefici che ne sarebbero potuti derivare sotto il profilo prudenziale, ha ritenuto fosse opportuno che una parte delle passività degli istituti di credito fosse obbligatoriamente composta da strumenti subordinati[455]. Sotto lo stesso profilo prudenziale, soprattutto dall'emissione di strumenti subordinati a breve termine (come possono essere quelli disciplinati dall'art. 12-*bis* del T.U.B., su cui tornerà), potrebbero conseguire importanti vantaggi di carattere informativo[456]. La frequente necessità per gli istituti di credito di provvedere a rifinanziare il proprio debito subordinato a breve termine consentirebbe, infatti, a investitori e autorità di vigilanza di ricavare importanti elementi – quali il tasso di rendimento offerto dagli strumenti e la

---

[454] G. J. BENSTON, *Institutions with governement-insured deposits*, in *Journal of Financial Services Research*, 1992, 376, evidenzia come sussista un *payoff* asimmetrico per gli obbligazionisti, in quanto se l'attività della banca si dimostra profittevole essi riceveranno esclusivamente gli interessi promessi, mentre inversa nel caso di dissesto verranno chiamati a sopportare le perdite non assorbite dagli azionisti.

[455] G. G. KAUFMAN, *Capital in Banking: Past, Present and Future*, in *Journal of Financial Services Research*, 1991, 396.

[456] Al riguardo si v. D. D. EVANOFF e L. D. WALL, *Subordinated debt as bank capital: A proposal for regulatory reform*, in *Economic Perspectives*, Federal Bank of Chicago, 2000, 41 ss.

facilità con cui è stato a rifinanziato il debito scaduto – per valutare il livello di salute finanziaria dell'emittente[457]. In proposito, occorre tuttavia rilevare come l'emissione di strumenti caratterizzati da una maturità a breve termine meriti una complessiva valutazione sui possibili effetti sulla stabilità degli emittenti singolarmente considerati e del sistema nel suo complesso. I vantaggi che possono derivare per gli investitori, sotto il profilo informativo, dovrebbero, infatti, essere considerati contestualmente alle incertezze, tipiche soprattutto dei periodi di crisi e di turbolenza economica, a cui potrebbero essere esposti gli istituti di credito per la ricorrente sollecitazione al mercato per rifinanziare il proprio debito[458].

6. La legittimità della clausola di subordinazione.

In passato sono state sollevate alcune perplessità circa l'ammissibilità nell'ordinamento italiano della clausola di subordinazione volontaria assoluta. I maggiori dubbi hanno riguardato la compatibilità di un accordo che modifichi l'ordine di pagamento dei creditori rispetto al principio della *par condicio creditorum* e a quello relativo alla tassatività legale dei privilegi prevista dal Codice civile[459].

---

[457] In merito cfr. Y. CHEN e I. HASAN, *Subordinated debt, market discipline, and bank risk*, in *Research Discussion Papers*, Bank of Finland, 20, 2011, 8; si rinvia a quella sede anche per ulteriore bibliografia in materia. Critici sulla portata informativa di tali elementi D. D. EVANOFF e L. D. WALL, *Sub-debt yield spreads as bank risk measures*. in *Journal of Financial Services Research*, 2001, 121 ss.

[458] In questo senso G. G. KAUFMAN, *op. cit.*, 396.

[459] Cfr. G.F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, cit., 365. Con riguardo a tale ultima modalità, soprattutto in passato, sono state sollevate alcune perplessità in merito alla compatibilità di un siffatto accordo con il principio di tassatività legale dei privilegi stabilito dal Codice civile. In particolare, si v. L. BARBIERA, *Responsabilità patrimoniale. Disposizioni generali. Artt. 2740 – 2744*, in P. Schlesinger (Diretto da), *Cod. civ. Comm.*, Milano, 1991, 134 s., riteneva che con la subordinazione del credito si sarebbe generato "*un antiprivilegio a danno del creditore che aderisca alla clausola di postergazione, con una rinuncia alla* par condicio *e correlativa costituzione di un privilegio a favore di tutti gli altri creditori, non tutti peraltro individuati o individuabili al momento genetico del prestito postergato. Risulta quindi trasgredito il limite di cui all'art. 2741, comma 2, anche se in via indiretta, attraverso una preventiva rinuncia di un creditore alla* par condicio creditorum *in favore della generalità degli altri creditori dello stesso debitore*". Al riguardo è stato tuttavia evidenziato come tale accordo non generi alcun privilegio ma

La tesi non ha però trovato il favore della dottrina maggioritaria, la quale ritiene, invece, la clausola di subordinazione assoluta del credito conforme ai principi dell'ordinamento[460].

In proposito, si è rilevato come l'accordo di postergazione del credito si sostanzi in una rinuncia da parte del creditore *junior* alla *par condicio creditorum*. La decisione del creditore di subordinare il proprio diritto alla restituzione della somma concessa al preventivo soddisfacimento di altri crediti non genera, infatti, da un punto di vista giuridico, alcun privilegio a vantaggio di questi ultimi. Ne consegue che rispetto all'accordo di subordinazione del credito non è possibile configurare alcun profilo di contrasto con quanto stabilito dall'art. 2741, comma 2, del Codice civile[461]. Infatti, se analizzata dal punto di vista degli effetti, la clausola di subordinazione assoluta produce, in fase di liquidazione dell'emittente, un arretramento nell'ordine di pagamento del

---

si sostanzi, piuttosto, in una rinuncia alla *par condicio creditorum* da parte di un creditore a beneficio degli altri. Analizzata da questa prospettiva, la questione circa la compatibilità di un tale patto con i principi dell'ordinamento assume i caratteri di un "*non problema*": come è del tutto pacifico che ciascun creditore risulti libero di rinunciare alle proprie pretese nei confronti del debitore, parimenti deve esserlo nell'ipotesi in cui invece di rinunciare al proprio credito ne subordini l'esigibilità al preventivo soddisfacimento di altri creditori (al riguardo si v. S. VANONI, *op. cit.*, 17, nt. 17; A. VICARI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, Milano, 2006, 166; A. TULLIO, *op. cit.*, 237 s.; A. PAVONE LA ROSA, *Titoli «atipici» e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, in *Riv. soc.*, 1982, 705 ss.).

[460] G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, cit., 363 ss.; G. B. PORTALE, *La ricapitalizzazione delle aziende di credito*, in G. B. Portale (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, 28 ss.; G. L. PELLIZZI, *Relazione di Sintesi*, in G. B. Portale (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, 586 s.; A. PAVONE LA ROSA, *Titoli «atipici» e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, in G. B. Portale (a cura di), in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, 455; L. DESIDERIO e P. ZAMBONI, *op. cit.*, 569 ss.; D. GALLETTI, *op. cit.*, 255 ss.

[461] L'art. 2741 del Codice civile prevede: "*I creditori hanno eguale diritto di essere soddisfatti sui beni del debitore, salve le cause legittime di prelazione. Sono cause legittime di prelazione i privilegi, il pegno e le ipoteche*".

creditore che abbia acconsentito alla postergazione del proprio credito rispetto agli altri creditori di pari grado. In quest'ottica, dunque, più che dare vita a un privilegio per gli altri creditori, la clausola di subordinazione si sostanzia in un "antiprivilegio"[462] per il sottoscrittore del titolo subordinato, che accetta un arretramento nell'ordine di soddisfacimento del suo credito.

Al di là degli espedienti linguistici[463] utilizzati dalla dottrina per giustificare la compatibilità dell'istituto della subordinazione del credito con l'ordinamento italiano, sotto un profilo sostanziale si è rilevato come quest'ultimo riconosca, salvo alcune eccezioni[464], a ciascun creditore la libertà di rinunciare alle proprie pretese creditorie. Per il noto principio per cui *plus semper in se continet quod est minus*, laddove sia attribuita al titolare di un diritto la possibilità di rinunciarvi deve altresì essergli riconosciuta la facoltà di poterne limitare il suo utilizzo; in caso contrario, si dovrebbe sostenere l'ipotesi, per altro paradossale, per cui un soggetto è libero di rinunciare al proprio diritto ma non può incidere sulle modalità del suo esercizio. Con il patto postergativo, i creditori *junior* si sono, infatti, impegnati, nel caso di liquidazione dell'ente, a non azionare la propria pretesa prima del verificarsi di un determinato evento, cioè l'integrale soddisfacimento degli altri creditori dell'ente non ugualmente postergati.

Gli eventuali dubbi avanzati in merito alla compatibilità del patto di subordinazione con le procedure concorsuali sono stati dissipati in ragione del carattere non assoluto del

---

[462] G. F. CAMPOBASSO, *ult. op. cit.*, nt. 49. In giurisprudenza Trib. Monza, 6 luglio 2001, che evidenzia come i crediti subordinati sono "*pur sempre di crediti, sia pur di infimo rango, sottratti al principio della par condicio sancito nell'art. 2741 comma 1 c.c. e tuttavia espressione lecita dell'autonomia negoziale […] poiché mentre le cause di prelazione devono avere fondamento nella legge e sono dunque tipiche, analogo limite non sussiste per la ipotesi contraria (del credito c.d. sottochirografario)*". Il termine è stato utilizzato anche dalla BANQUE NATIONALE DE PARIS, *Un anti-privilège: la creance de dernier rang*, in *Rev. écon. de la Banque Nat. de Paris*, 1970, 16, 53 ss.

[463] In questi termini si è espresso R. COSTI, *La riforma delle Casse di Risparmio: problemi giuridici*, in *Giur. Comm.*, 1982, I, 464.

[464] È il caso per esempio dell'azione surrogatoria per cui, davanti all'inerzia del creditore, un suo debitore può, a garanzia della sua pretesa patrimoniale, esercitare l'azione in vece di quest'ultimo.

principio della *par condicio creditorum*, che non pone alcun limite al creditore che intenda optare per un trattamento concorsuale a lui più sfavorevole. Ciò risulta peraltro confermato anche dal costante orientamento giurisprudenziale in materia che riconosce perfettamente legittime le proposte di concordato, preventivo e fallimentare, in cui una parte dei creditori accettano di postergare le proprie pretese alla preventiva soddisfazione di altri creditori.

7. Brevi cenni in merito alle ipotesi avanzate in merito alla natura giuridica della clausola di postergazione.

La facoltà riconosciuta al creditore di postergare il rimborso del proprio credito al preventivo soddisfacimento delle pretese degli altri creditori non egualmente subordinati, ha sollevato diverse perplessità in merito alla natura giuridica da attribuire alla clausola di subordinazione. Al riguardo, sono state formulate una pluralità di ipotesi - senza tuttavia l'affermarsi di una posizione prevalente - al punto che si è dubitato della possibilità di fornire una ricostruzione unitaria dell'istituto[465].

Il patto di subordinazione può essere qualificato alla stregua di una remissione - condizionata - del debito[466]. Con la stipula dell'accordo il creditore avrebbe sostanzialmente manifestato la propria volontà di rinunciare alla restituzione di quanto

---

[465] Di questa opinione: A. TULLIO, *op. cit.*, 287; G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, cit., 357; S. VANONI, *op. cit.*, 41, quest'ultima ha in particolare evidenziato che *"[a] fronte di simile varietà di fattispecie concrete, si è indotti quanto meno a dubitare che esse siano tutte riconducibili a una medesima qualificazione giuridica, che, comunque, occorre individuare*".

[466] Nel senso di ritenere che la clausola di postergazione implichi una remissione del debito sottoposta a condizione sospensiva: App. Roma, 28 settembre 1971, in *Dir. fall.*, 1972, II, 323; Cass. civ., 30 giugno 1959, n. 2062, in *Foro it.*, 1959, I, 1092 s. Esclude tale configurazione G.F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, cit., 361 ss., il quale ritiene che semmai un tale accordo dovrebbe essere qualificato come una remissione risolutivamente condizionata al soddisfacimento integrale degli altri creditori. Evidenzia D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., 35, che seguendo una tale impostazione si dovrebbe ritenere che "*il credito subordinato non potrebbe neanche integrare la massa passiva, 'risorgendo' soltanto (ed eventualmente) al momento dell'estinzione dei crediti senior: ciò che* [..] *è chiaramente smentito – tra l'altro – dalle disposizioni che, nei vari ordinamenti, disciplinano, appunto, il trattamento endoconcorsuale dei crediti postergati*".

concesso prima della soddisfazione degli altri creditori non egualmente subordinati. Al riguardo si è tuttavia obiettato come la decisione del creditore subordinato non possa ritenersi accompagnata da alcuna volontà abdicativa del proprio credito[467]; la rinuncia operata dal sottoscrittore è, infatti, limitata al rango del proprio credito e dunque al diritto alla parità di trattamento rispetto agli altri creditori chirografi dell'ente[468]. La subordinazione opera sul piano dell'efficacia dell'obbligazione *junior* e non su quello della sua esistenza[469]. Ciò si evince anche dal fatto che l'eventuale incapienza del patrimonio del debitore, prima che i creditori subordinati siano stati pagati, non comporta la cancellazione delle pretese riferibili a questi ultimi, ai quali infatti non è precluso presentare una nuova domanda di ammissione al passivo nell'ipotesi in cui sia riaperta la procedura. Un ulteriore elemento che si pone in contrasto con la ricostruzione in esame è stato individuato nella prassi giurisprudenziale che, in sede concorsuale, riconosce ai creditori subordinati il diritto di esprimersi in merito alla proposta di concordato, facoltà

---

[467] In questo senso F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.,* 252; D. GALLETTI, *op. cit.*, 256 s.; S. VANONI, *op. cit.*, 45; A. TULLIO, *op. cit.*, 296 s., il quale ha, in particolare, fatto notare come in alcune remote pronunce giurisprudenziali: Cass., 30 giugno 1959, n. 2602; App. Firenze, 21 dicembre 1965 i giudici si fossero espressi con riguardo alla subordinazione nei termini di "*postergazione abdicativa*".

[468] In questo senso cfr. G.F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto* italiano, cit., 359 ss., secondo l'Autore tale qualificazione risulta coerente con il funzionamento della procedura concorsuale in ragione della scadenza di tutti i debiti al momento dell'apertura della procedura. Nel caso invece di liquidazione volontaria la clausola di subordinazione assoluta del credito deve essere qualifica alla stregua di una proroga dell'originaria scadenza del prestito. In questo senso anche Trib. Monza, 6 luglio 2001. Ritiene D. GALLETTI, *op. cit.,* 256, che sarebbe più corretto parlare di "termine" invece che di "condizione", dal momento che l'evento è incerto nel quando non nell'*an*. In proposito si v. anche A. GIANNELLI, *Art. 2411 Diritti degli obbligazionisti*, cit., 35. Di opinione differente S. VANONI, *op. cit.*, 56 s., secondo cui la tesi che individua nella subordinazione un rinvio del termine di adempimento sottoposto a condizione risolutiva è "*eccessivamente e inutilmente complessa*".

[469] Evidenzia D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., 36, come l'eventuale carenza di certezza ed esigibilità del credito postergato fin dall'apertura della liquidazione avrebbe come effetto quello di frustrare le ragioni del debitore *senior* che non potrebbe beneficiare del meccanismo dei doppi dividendi (c.d. *double dividends*).

che dovrebbe ritenersi esclusa se, come invece sostenuto, si trattasse di una fattispecie di remissione del debito[470].

L'impossibilità di configurare, in capo al creditore, un'intenzione abdicativa del proprio credito ha portato a escludere la sostenibilità anche di quelle ricostruzioni che tendevano a ricondurre l'accordo di subordinazione a un patto limitativo della responsabilità dell'emittente[471] o a una cessione del credito con funzione di garanzia a vantaggio degli altri creditori[472]. In merito alla richiamata funzione di garanzia, si è anche fatto notare come dall'obbligo di *non facere* che il creditore *junior* assume, a seguito della decisione di postergare le proprie pretese, non possa desumersi alcuna intenzione dispositiva[473]. Inoltre, la possibilità di ricondurre il patto di subordinazione all'istituto della cessione del credito risulta altresì preclusa dalla impossibilità di identificare tutti gli eventuali cessionari, poiché nell'ipotesi di subordinazione assoluta del credito, le aspettative del creditore *junior* risultano postergate anche ai debiti sorti successivamente all'accordo: al momento della sottoscrizione del titolo subordinato, infatti, l'investitore non può sapere a vantaggio di chi opererà l'istituto della subordinazione.

---

[470] Cfr. App. Trieste, 13 maggio 1986, cit., 398, "*nel procedimento di concordato preventivo i creditori postergati sono ugualmente legittimati al voto, in quanto la postergazione non implica una rinuncia al credito ma soltanto la sua subordinazione all'esistenza di un residuo dopo il pagamento degli altri creditori*". In senso conforme cfr. Trib. Padova, 5 maggio 1986, cit., 73 s.

[471] In questo senso R. COSTI, *La riforma delle Casse di Risparmio: problemi giuridici*, cit., 464; tesi richiamata seppur in maniera dubitativa anche da G. F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, 366; fa notare D. GALLETTI, *op. cit.*, 257, come non si configuri alcuna limitazione di responsabilità in senso tecnico, in quanto «*il creditore si insinuerà al passivo per l'intero, sia pure nella forma condizionale, sicché l'art. 1341 non pare applicabile direttamente*»

[472] A sostegno di una tale ricostruzione D. G. CARLSON, *op. cit.*, 975 s. e 983 s.; *contra* S. VANONI, *op. cit.*, 48 s.

[473] Cfr. A. TULLIO, *op. cit.*, 297 s., il quale ritiene che l'assenza di un intento abdicativo potesse essere ricavata anche dalla circostanza che l'eventuale postergazione del credito assunta dal creditore nell'ambito di una procedura di concordato preventivo non inficiasse il suo diritto a esprimersi sulla proposta di concordato.

L'accordo di subordinazione non risulta assimilabile nemmeno al *pactum de non petendo ad tempus*[474]. Una tale qualificazione si porrebbe, infatti, in contrasto con quanto previsto dall'art. 55, comma 2, della legge fallimentare, che stabilisce che tutti i crediti verso il fallito scadano con l'apertura della procedura. Al verificarsi di questa circostanza, dunque, "*il* pactum de non petendo ad tempus *non avrebbe possibilità di sopravvivere*"[475].

Alla clausola di subordinazione del credito, una parte della dottrina ha cercato di attribuire natura di promessa irrevocabile al pubblico o fideiussoria. Nel primo caso, l'impegno assunto dal creditore subordinato, a non esigere quanto dovutogli nell'eventualità in cui sia disposta la liquidazione del debitore, dovrebbe essere interpretato come l'intenzione di quest'ultimo di mettere a disposizione degli altri creditori una somma di denaro pari al valore del credito vantato nei confronti della società debitrice[476]. Questa ipotesi risulta però carente sotto il profilo volitivo, mancando un'espressa manifestazione dell'intenzione del creditore *junior* in tale senso. Anche i tentativi di attribuire allo strumento subordinato una natura fideiussoria[477], risultavano poco convincenti in base

---

[474] G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati*, cit., 360 s.; S. VANONI, *op. cit.*, 45 ss., F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 252 s.

[475] Così S. VANONI, *op. cit.*, 45. Al riguardo, App. Roma, 28 settembre 1971, in *Dir. fall.*, 1972, II, 323 ss., evidenzia il contrasto logico che si verrebbe a creare tra l'art. 55, c. 2, della legge fallimentare che riconosce ai creditori "*la possibilità immediata di azionare il credito con la domanda di ammissione al passivo*" e "*la (pretesa) permanenza di operatività del* pactum*, il cui effetto è proprio quello, per contro, di non consentire l'esercizio del credito*". Sull'inammissibilità di un tale inquadramento della clausola di subordinazione, G. B. PORTALE, *La ricapitalizzazione delle aziende di credito*, cit., 28; ID., *«Prestiti subordinati» e «prestiti irredimibili» appunti*, cit., 4, il quale evidenzia come questa posizione fosse sostenuta anche da una parte della dottrina tedesca (R. SERICK *Überschuldete Gesellschaft und konkursabwendender Forderungsrücktritt eines Nichtgesellschafters*, 13). Escludono la possibilità di inquadrare l'istituto della subordinazione nel *pactum de non petendo* anche G. F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, 360; S. VANONI, *op. cit.*, 45 ss.

[476] L. DESIDERIO e P. ZAMBONI, *op. cit.*, 571, ritengono che il patto consista "*nel porre a disposizione degli altri creditori, e fino alla concorrenza delle rispettive ragioni, le somme maturate in conto restituzione del prestito subordinato, per il caso di sottoposizione del debitore comune a procedura concorsuale*".

[477] Con riferimento alla postergazione del credito in sede concorsuale cfr. S. TINO, *Postergazione di crediti e «agevolazione» della liquidazione coatta delle banche*, in G. B. Portale (a cura di), *Ricapitalizzazione*

alla considerazione che nell'eventualità in cui sia disposta la liquidazione dell'ente, l'impegno del creditore subordinato è limitato a non ricevere il pagamento del proprio credito prima che siano stati soddisfatti gli altri creditori non egualmente subordinati e non include alcuna garanzia personale in favore di questi ultimi in caso di incapienza del debitore.

La natura giuridica della clausola di subordinazione del credito ha costituito oggetto di dibattito anche da parte della dottrina di altri Paesi[478]. Ragionando sugli effetti della clausola, nella dottrina francese è emersa l'ipotesi che l'accordo di subordinazione potesse essere assimilato a un contratto in favore di terzi[479]. Diversi argomenti, inducono però a ritenere questa interpretazione di difficile accoglimento.

In primo luogo, e in maniera analoga a quanto si è già detto con riguardo all'ipotesi che identificava nell'accordo di postergazione una cessione del credito, si deve constatare

---

delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato, Milano, 1983, 495 s., per ulteriori riferimenti bibliografici e giurisprudenziali. Di una funzione di garanzia parla anche G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati*, cit., 378. Riconduce la postergazione alla figura della garanzia atipica anche G. LO CASCIO, *Il concordato preventivo*, Milano, 1979, 332, il quale ritiene che, nell'ambito del concordato preventivo, tale termine ricomprenda "*non soltanto quelle tipiche figure specificatamente previste dall'ordinamento giuridico, quali la fideiussione, il pegno, l'ipoteca, ecc., ma qualsiasi mezzo idoneo ad assicurare meglio l'adempimento delle obbligazioni assunte dal debitore*". Secondo S. VANONI, *op. cit.*, 63, la subordinazione del credito, lungi dal rappresentare una garanzia, si identifica piuttosto "*in un generico rafforzamento delle* chances *dei creditori beneficiari di vedere soddisfatte le loro pretese*".

[478] Particolare attenzione all'analisi comparata della disciplina generale dei crediti subordinati è dedicata da D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., 2012. Anche per l'approfondito esame dell'ampia bibliografia sugli ordinamenti e sulla dottrina elaborata non solo nei paesi europei, particolarmente utile è la consultazione delle seguenti pagine di tale lavoro: pp. 62-73 sulla compatibilità degli accordi di subordinazione del credito con il principio della parità di trattamento dei creditori; pp. 96-123 e 178-206 relative alla subordinazione involontaria; pp. 305-352 sul trattamento endoconcorsuale dei creditori subordinati.

[479] C. GAVALDA e J. STOUFFLET, *Droit de la banque*, 5 ed., 2002, 158. BANQUE NATIONALE DE PARIS, *op. cit.*, 53 ss.; J. J. CAUSSAIN, *Prêts participatifs et prêts subordonnés: un nouveau mode de financement*, Rouen, 1981. Contrari a questa qualificazione G. B. PORTALE, *«Prestiti subordinati» e «prestiti irredimibili» appunti*, cit., 10 ss.; G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, cit., 373 ss.

l'indeterminatezza degli eventuali terzi beneficiari del patto, ogni qualvolta alla subordinazione sia attribuito carattere assoluto. Inoltre, la stipula di un contratto a favore di terzi presuppone che i contraenti mirino a soddisfare un prevalente interesse dei terzi. Nel caso in esame, non solo il patto di subordinazione potrebbe non avere alcun effetto verso i terzi – è infatti possibile che l'accordo con cui si determina la postergazione del credito sia concluso direttamente tra il creditore subordinato e i creditori beneficiari del patto – ma anche nell'ipotesi in cui lo stesso risulti concluso tra l'emittente e il creditore subordinato, non si può non rilevare come l'interesse perseguito sia quello proprio delle parti contraenti e non dei terzi[480]. Gli obiettivi perseguiti con la sottoscrizione degli strumenti subordinati, rappresentano gli interessi peculiari dei contraenti e solo incidentalmente quelli di terzi[481]. È dunque evidente come la situazione di vantaggio di cui beneficiano i creditori *senior* rappresenti un mero effetto del contratto, non certo il motivo né la causa che hanno indotto il debitore e il creditore *junior* alla sottoscrizione della clausola di subordinazione[482]. L'impossibilità di ricondurre l'istituto della

---

[480] Al riguardo è stato evidenziato come non si possa escludere che i creditori beneficiari, non essendo parte del negozio contrattuale tra il contraente *junior* e l'emittente, potrebbero essere del tutto all'oscuro della clausola predisposta a loro vantaggio. In merito cfr. A. TULLIO, *op. cit.*, 292; G. F. CAMPOBASSO, *ult. op. cit.*, 373 s. Ciò risulta altamente plausibile se si considera che l'accordo di subordinazione si sostanzia in un doppio *non facere* (da una parte quello del creditore *junior* di non chiedere la restituzione delle somme versate e dall'altro quello dell'emittente di non pagarlo prima di avere soddisfatto gli altri creditori non egualmente subordinati), sul punto si v. S. VANONI, *I crediti subordinati*, cit., 49 s.

[481] G. SICCHIERO, *I patti sulla responsabilità patrimoniale (art. 2740)*, in *Contratto e impresa*, 2012, 103.

[482] Sulla posizione assunta dalla letteratura straniera si v. A. TULLIO, *op. cit.*, 304, nt. 162. La possibilità di individuare nella subordinazione un contratto a favore di terzi, risulta infine radicalmente esclusa dalla considerazione che a seguito dell'accordo il terzo non acquisisca alcun diritto soggettivo esclusivo e autonomo rispetto al promittente, ma solo dei vantaggi economici riflessi. Della medesima opinione anche G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati*, cit., 374; secondo D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., 34, secondo cui una tale soluzione non sarebbe comunque idonea a spiegare "*né la subordinazione involontaria; né quella "unilaterale" né quella derivante dall'accordo bilaterale intercorrente tra creditore* junior *e creditore* senior*; né, infine, quella trilaterale, conclusa direttamente tra il debitore ed i creditori* junior *e* senior"; F. CAPUTO NASSETTI, *op. cit.*, 245, evidenzia al riguardo come "*non sembra potersi sostenere con convinzione la riconducibilità del patto di postergazione, stipulato tra creditore postergato e debitore, alla fattispecie dell'art. 1411, in quanto, pur comportando di fatto un*

subordinazione volontaria nel novero dei contratti a favore del terzo, unitamente alla possibilità per il terzo di beneficiare degli effetti dell'accordo, ha indotto una parte della dottrina ad accostare tale patto alla diversa figura del contratto con doveri di protezione a favore dei terzi[483].

L'orientamento dottrinale prevalente identifica nella subordinazione una condizione sospensiva del contratto di prestito[484]. Nell'eventualità che si determini la liquidazione - volontaria o coatta - del debitore, il diritto al rimborso delle somme prestate dal creditore subordinato risulterebbe condizionato al preventivo soddisfacimento degli altri creditori non egualmente postergati; il credito verrebbe quindi trattato, a fini concorsuali, alla stregua di un credito condizionato[485]. È stato però autorevolmente evidenziato come in realtà, nel caso della postergazione volontaria del credito, si possa parlare di condizione solo in senso «*a-tecnico*»[486], dal momento che, al verificarsi della liquidazione dell'ente,

---

beneficio per il terzo creditore, non contiene, di norma, la volontà delle parti di creare in capo al terzo un diritto specifico, tutelabile direttamente, e manca l'obbligo delle parti, o di una di esse, ad eseguire una prestazione nei confronti del terzo".

[483] G. B. PORTALE, *«Prestiti subordinati» e «prestiti irredimibili» appunti*, cit., 11; ID., *La ricapitalizzazione delle aziende di credito (problemi e ipotesi)*, cit., 30 s.

[484] Ritengono che alla clausola di postergazione possa essere attribuita natura di condizione sospensiva dell'esigibilità del credito: G. F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, 367 s.; P. MARCHETTI, *op. cit.*, 489; G. B. PORTALE *«Prestiti subordinati» e «prestiti irredimibili» appunti*, cit., 4 ss.; G. FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, Milano, 2000, 118 ss.; A. GIANNELLI, *Art. 2411 Diritti degli obbligazionisti*, cit., 35 ss.; S. VANONI, *op. cit.*, 58 ss. Di opinione differente D. GALLETTI, *op. cit.*, 258 ss., il quale esclude una tale qualificazione in ragione del fatto che ragionando in termine di condizione sospensiva verrebbe meno uno degli elementi essenziali del contratto di mutuo, la certezza dell'*an*.

[485]A. MAFFEI ALBERTI, *Nuovi strumenti di finanziamento e liquidazione coatta amministrativa*, in G. B. Portale (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, 480 s.

[486] D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., 28 s., evidenzia che «*di "condizione" in senso tecnico può parlarsi, a ben vedere, solo con riferimento al patto di subordinazione (in quella volontaria) o all'intervento "esterno" della legge (in quella involontaria) atteso che l'efficacia dell'arretramento del rango del credito è condizionata appunto, all'apertura della procedura concorsuale*». In maniera simile anche D. GALLETTI, *op. cit.*, 256, nt. 52: "*la clausola di postergazione non*

l'accordo di subordinazione, "*non determina l'inefficacia del rapporto di credito nel suo complesso, né del solo obbligo di adempimento*". La clausola in esame non comporta, infatti, alcun mutamento nel rapporto tra debitore e creditore, sprigionando i suoi effetti solo con riguardo al rapporto tra quest'ultimo e gli altri creditori non altrettanto subordinati; la subordinazione assoluta incide, dunque, solo sulla graduazione del credito e non invece sull'efficacia del vincolo negoziale tra le parti[487].

8. La subordinazione e la causa del contratto di finanziamento a cui accede.

Al di là della natura giuridica che si ritenga di attribuire alla clausola di subordinazione, risulta evidente, sotto un profilo sostanziale, come essa determini per l'investitore un incremento del rischio di controparte, assimilandolo a quello dei titolari degli strumenti rappresentativi del capitale di rischio della società. L'elevata esposizione al rischio di impresa a cui è di fatto soggetto il creditore subordinato ha indotto, in passato, una parte della dottrina a ritenere che la clausola di subordinazione assoluta potesse essere ritenuta idonea a mutare la causa del prestito obbligazionario a cui accede. In particolare, tra coloro che hanno aderito a questa tesi, sono state avanzate diverse ipotesi: una prima impostazione ha accostato i prestiti subordinati al contratto di associazione in partecipazione[488]; secondo un altro filone di studi la clausola in esame avrebbe

---

attiene al termine quale elemento accidentale del contratto, che influisce sulla efficacia dello stesso, bensì sulla nozione di termine come momento a partire dal quale l'obbligazione (nella specie, di restituzione) diviene esigibile".

[487] Al riguardo cfr. D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., 29; G. B. PORTALE, *La ricapitalizzazione delle aziende di credito*, cit., 28; G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati*, cit., 360; G. FAUCEGLIA, *Le obbligazioni emesse dalle banche*, cit., 118; critica sul punto S. VANONI, *I crediti subordinati*, cit., 56 ss.

[488] In questo senso cfr. G. B. PORTALE, *La ricapitalizzazione delle aziende di credito*, cit., 27 ss.; ID., *«Prestiti subordinati» e «prestiti irredimibili»*, cit., 1 ss.; ID., *Finanziamento dell'impresa bancaria e raccolta del risparmio (ricordo di Gian Franco Campobasso)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, I, 424. Tale orientamento si basa sulla considerazione che la clausola di subordinazione renderebbe, per i creditori, insicuro il diritto alla restituzione delle somme prestate, in quanto risolutivamente condizionato al verificarsi di un evento futuro e incerto. La postergazione dunque avrebbe come effetto quello di «*rendere i "creditori" postergati compartecipi al "rischio d'impresa" della banca*», in questo senso R. LENER, *La*

trasformato il negozio in un contratto di mutuo c.d. a tutto rischio[489]; un ulteriore orientamento riconduceva l'istituto in esame alla cointeressenza impropria *ex* art. 2554 Codice civile[490]; infine, una parte della dottrina aveva attribuito a tali strumenti la natura di capitale di rischio della società[491].

Queste tesi sono accomunate da deboli presupposti: da un lato, traggono origine da un'analisi focalizzata principalmente sulle conseguenze economiche che si determinano sul credito subordinato a seguito della liquidazione della società debitrice, senza tenere in adeguata considerazione il dato giuridico relativo all'operazione di finanziamento; dall'altro, aspirano a individuare una definizione generale basando unicamente la propria

---

Cassazione chiude (definitivamente?) il dibattito sulla natura delle «quote» delle casse di risparmio, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1995, II, 534. Secondo G.F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati*, cit., 368, una tale ricostruzione non può essere accettata in quanto nel prestito postergato l'obbligo di rimborso è accompagnato da una condizione sospensiva e non risolutiva.

[489] Con riguardo alla figura del prestito a tutto rischio si v. M. FRAGALI, *Del mutuo*, in A. Scialoja e G. Branca (a cura di), *Commentario del codice civile*, Bologna-Roma, 1966, 32 e 204 ss., il quale rileva come la caratteristica del mutuo a tutto rischio "*sta nell'essenziale subordinazione ad un evento incerto dell'efficacia dell'obbligazione di restituzione; in modo che mutuante e il mutuatario corrono un'alea in relazione al verificarsi e al non verificarsi dell'evento dedotto*" (p. 32). v. M. LIBERTINI, *Del mutuo*, in P. Cendon (diretto da), Comm. Cod. civ., IV**, Torino, 1991, 1475.

[490] Ai sensi dell'art. 2554, comma 1, prima parte, del Codice civile, la cointeressenza impropria si sostanzia nel diritto attribuito a un soggetto di partecipare agli utili di una impresa senza partecipare alle perdite. In tema di cointeressenza impropria si v. I. UBERTI BONA, *Questioni in tema di cointeressenza fra imprenditori*, in *Riv. dir. comm.*, 1953, I, 133 ss.; ID., *Appunti su cointeressenza e associazione in partecipazione*, in *Temi*, 1956, 19 ss. Riconduce i prestiti irredimibili alla cointeressenza impropria D. GALLETTI, *op. cit.*, 267.

[491] In questo senso si sono espressi, G. B. PORTALE, *«Prestiti subordinati» e «prestiti irredimibili»*, cit., 1 ss.; R. COSTI, *La ripatrimonializzazione delle casse e degli istituti*, in G. B. Portale (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, Giuffrè, 1983, 326; L. DESIDERIO e P. ZAMBONI, *op. cit.*, 572; A. PAVONE LA ROSA, *Titoli «atipici» e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa*, cit., 454 ss.; Nel senso di un avvicinamento allo strumento azionario, M. SARALE, *Le società per azioni. Obbligazioni*, in W. Bigiavi (diretta da), Giurisprudenza Sistematica di Diritto Civile e Commerciale, Torino, 2000, 249.

indagine su una situazione meramente eccezionale, quale è quella della liquidazione dell'ente.

Relativamente al primo aspetto, è stato evidenziato come la maggiore esposizione al rischio di controparte a cui è esposto il creditore subordinato, rappresenti un rischio di tipo puramente economico e non giuridico[492]. La clausola di subordinazione, come si è già avuto modo di chiarire, incide infatti unicamente sul grado di probabilità della restituzione e non sul diritto alla restituzione della somma prestata[493]. Il Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio ha, infatti, stabilito che l'obbligo di rimborso in capo al debitore sussiste anche se condizionato da clausole di postergazione[494]. La possibilità dunque che il creditore non veda soddisfatto il proprio credito rappresenta una mera eventualità, che si può realizzare solo nel caso in cui la società si sciolga e il suo attivo non sia sufficiente a ripagare tutti i creditori. Alla luce di questa considerazione potrebbe, dunque, risultare azzardato fare discendere conclusioni di ordine generale da un'analisi fondata su evento ipotetico – quale quello dell'insufficienza patrimoniale a soddisfare i creditori da parte dell'ente in liquidazione –

---

[492] P. FERRO LUZZI, *Riflessioni sulla riforma. La società per azioni come organizzazione del finanziamento d'impresa*, in *Riv. Dir. comm.*, 2006, I, 674; rischio che secondo A. AUDINO, *op. cit.*, 1229, è "*strutturalmente insito nelle obbligazioni subordinate, data l'incertezza dell'evento cui ne è condizionato il soddisfacimento*". In merito occorre rilevare che la Relazione Illustrativa al decreto Legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, ha evidenziato come il prestito obbligazionario possa partecipare "*anche giuridicamente al rischio di impresa [..], contribuendo, come è evidente, ad assottigliare la linea di confine tra capitale di rischio e capitale di prestito*".

[493] P. FERRO LUZZI, *Riflessioni sulla riforma. La società per azioni come organizzazione del finanziamento d'impresa*, cit., 685; G. FERRI JR., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001, 543 ss. Evidenzia al riguardo S. VANONI, *op. cit.*, 76, come "*il diritto al rimborso nasce assoluto e che in presenza di un'impresa debitrice attiva e in buone condizioni patrimoniali, esso sarà regolarmente soddisfatto alla scadenza*".

[494] I primi due commi dell'articolo 4 della Delibera C.I.C.R. 19 luglio 2005, n. 1058, stabiliscono infatti che "*1. È raccolta del risparmio l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborsi, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma. 2. I tempi e l'entità del rimborso possono essere condizionati da clausole di postergazione o dipendere da parametri oggettivi, compresi quelli rapportati all'andamento economico dell'impresa o dell'affare in relazione ai quali i fondi sono stati acquisiti*".

che, per di più, afferisce a una fase patologica della vita dell'impresa[495]. Analogamente risulta dubbia la possibilità di determinare la natura giuridica di un apporto monetario in ragione della sua (presumibile) sorte all'esito della procedura di liquidazione: aderendo a tale impostazione, qualunque credito non garantito potrebbe, astrattamente, essere ricondotto tra gli strumenti del capitale di rischio[496].

Sotto un profilo più strettamente giuridico, si è fatto notare che pretendere di attrarre tra gli strumenti di capitale le obbligazioni subordinate risulterebbe eccedere le intenzioni del legislatore, il quale, quando ha voluto procedere all'equiparazione di strumenti aventi

---

[495] In questo senso cfr. A. GIANNELLI, *Art. 2411 Diritti degli obbligazionisti*, cit., 37.

[496] In questo senso P. FERRO LUZZI, *Riflessioni sulla riforma. La società per azioni come organizzazione del finanziamento d'impresa*, in *Riv. dir. Comm.*, 2006, I, 674; S. VANONI, *op. cit.*, 80 s.; N. SALANITRO, *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004, I, 283, evidenzia come «*il modello obbligatorio ha giuridicamente diritto al rimborso del capitale anche in mancanza di utili, ed è solo sul piano economico che la sussistenza di perdite può vanificare la realizzazione dei diritti di credito*». G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati*, cit., 355 ss.; M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo delle società*, Bologna, 2001, 88 s., 146. In termini simili anche A. TULLIO, *op. cit.*, 330 ss., il quale, negando la possibilità di configurare giuridicamente il credito subordinato in un contratto aleatorio, evidenzia come tale qualificazione non possa fondarsi sulle "*vicende che attengono al rapporto (e non già all'atto)*" in quanto "*meramente eventuali*". Al riguardo l'autore evidenzia che "*ogni volta che ricorra un'ipotesi nella quale l'assetto di interessi divisato dai contraenti, nel realizzare quella data operazione economica di cui il contratto si pone quale veste giuridica, si caratterizza per la circostanza che una delle parti si obbliga ad una data prestazione cerca, quale corrispettivo di un'altra prestazione* a priori *parimenti certa, «ma che si pensa possa aggravarsi o diminuire o addirittura scomparire se determinati eventi dovessero verificarsi, senza che però questa situazione di alea sia considerata necessaria al meccanismo e al contenuto intrinseco del contratto, ovvero senza che l'alea sia un momento che condizioni* ex utroque latere *il vantaggio o la perdita dei contraenti» non si dovrà registrare la presenza di un contratto aleatorio in senso tecnico, bensì di un contratto nel quale l'alea resta momento estrinseco che non caratterizza lo schema negoziale, ma incide (al più) sul solo rapporto contrattuale, potendo condizionare l'esistenza o l'entità di una delle prestazioni contrapposte*"; considerazioni che *mutatis mutandis* risultano idonee a spiegare anche il fenomeno della subordinazione del credito, dove il mancato rimborso delle somme ricevute in prestito dipende da un evento meramente eventuale ed esterno al rapporto giuridico, quale è l'insufficienza del patrimonio dell'emittente alla soddisfazione dei creditori.

caratteri differenti, vi ha provveduto in maniera espressa[497]. Tanto più che elementi di natura testuale, quali la collocazione normativa dell'istituto della subordinazione, conducono a sostenere una soluzione opposta a quella ipotizzata. In proposito, occorre infatti rilevare come le disposizioni relative alla subordinazione siano state inserite dal legislatore all'art. 2411 del Codice civile, intitolato "*Diritti degli obbligazionisti*", e all'art. 12 del Testo Unico Bancario sulle "*Obbligazioni e titoli di deposito emessi dalla banche*"[498].

Le decisioni dei regolatori di riconoscere alle banche la possibilità di computare la tipologia di passività subordinata oggetto di attenzione nel proprio patrimonio di vigilanza, ha indotto una parte della dottrina a ritenere che le obbligazioni subordinate potessero essere considerate nel novero degli strumenti rappresentativi del capitale sociale, equiparando implicitamente quest'ultimo al patrimonio di vigilanza. Ne deriverebbe, per l'assimilazione funzionale delle due diverse entità del patrimonio della banca e per la computazione del debito subordinato ai fini prudenziali, il riconoscimento della natura partecipativa alle obbligazioni subordinate. Questa interpretazione risulta poco convincente per diverse ragioni. L'equiparazione tra il capitale sociale e il patrimonio di vigilanza risulta priva di qualunque fondamento giuridico, poiché questi due parametri, sebbene determinati sulla base di elementi comuni, rispondono a funzioni diverse dell'attività bancaria[499]. Al riguardo, occorre rilevare che la disciplina dettata a

---

[497] In questo senso, G. F. CAMPOBASSO, *op. cit.*, 378; anche R. COSTI, *La ripatrimonializzazione delle casse e degli istituti*, cit., 464, esclude che il legislatore abbia espresso una volontà in tal senso.

[498] In questo senso A. TULLIO, *op. cit.*, 109, nt. 227, il quale evidenzia come la scelta del legislatore di avere inserito "*la previsione di cui al comma primo dell'art. 2411 cod. civ. nella sezione dedicata alle obbligazioni, pare non poter lasciare adito a dubbi di sorta circa l'applicabilità, ai prestiti subordinati cartolarizzati, delle norme in materia di obbligazioni previste dalla citata sezione*". Analoga considerazione può essere svolta in merito alla scelta effettuata dal legislatore con riferimento alla disciplina bancaria.

[499] Secondo D. LA LICATA, *op. cit.*, 104 ss., la previsione di un capitale minimo avrebbe lo scopo di "*selezionare l'accesso all'attività bancaria, impedendo l'ingresso nel mercato di quelle iniziative che non siano dotati di caratteristiche minime di serietà e affidabilità*", mentre il patrimonio di vigilanza ha la funzione di garantirne una gestione prudente, o quantomeno proporzionata al rischio assunto.

fini prudenziali è finalizzata alla individuazione, tra gli elementi iscritti nei bilanci degli istituti di credito, di quelli destinati ad assorbire le perdite. La normativa prudenziale, a differenza di quella relativa al capitale sociale, non è dunque idonea a influenzare l'aspetto organizzativo o strutturale dell'ente[500]. Un conto infatti è la funzione pubblicistica che gli strumenti subordinati possono essere chiamati a svolgere, intesa come quella di garantire un corretto bilanciamento tra i fondi propri dell'ente e le sue passività totali, e un altro è il rapporto giuridico di natura privata che si instaura tra la società emittente e il sottoscrittore dello strumento, che deve essere qualificato nei termini di finanziamento[501].

Ad ogni buon conto, anche volendo sostenere la sostituibilità del capitale sociale con i fondi propri a fini della vigilanza prudenziale, ciò non solo non risulterebbe di per sé sufficiente ad affermare la natura di capitale di rischio dei debiti subordinati[502], ma condurrebbe a risultati palesemente irragionevoli[503]. Occorre evidenziare come la subordinazione rappresenti solo una delle caratteristiche che gli strumenti di debito devono possedere affinché possano essere computati a fini prudenziali. Inoltre, considerato che, sulla base della normativa prudenziale vigente, solo una parte delle passività subordinate complessivamente emesse può essere computata ai fini di vigilanza,

---

[500] In questo senso D. GALLETTI, *op. cit.*, 277.

[501] S. VANONI, *op. cit.*, 98 (72); nello stesso senso anche D. LA LICATA, *op. cit.*, 138 s., la quale avverte: "*[o]ccorre tuttavia non confondere: una cosa è la funzione propria del rapporto (tra finanziato e finanziatore), esaminato in una prospettiva soggettiva – dunque, come complesso di regole che realizzano uno specifico assetto di interessi tra le parti – funzione dalla quale dipende la qualificazione a fini civilistici; altra cosa è, invece, la diversa, specifica funzione che, sul piano dell'attività, (anche) per effetto di – e, precisamente, di quelle che disciplinano il grado di disponibilità dei valori apportati all'impresa – l'apporto stesso può svolgere all'interno del patrimonio dell'impresa* [..]".

[502] In questo senso D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., 243.

[503] In merito si v. M. ONADO, *Aspetti economici e tecnici del capitale proprio delle banche*, in Giuseppe B. Portale (a cura di), in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, 86 ss. Esclude la possibilità di includere i finanziamenti assistiti dal patto di postergazione nel concetto di patrimonio netto come definito dal Codice civile G. B. PORTALE, *La ricapitalizzazione delle aziende di credito*, cit., 39 ss.

ne consegue che strumenti formalmente e sostanzialmente identici potranno essere assoggettati a un regime giuridico profondamente differente[504]. Per coerenza sistemica, deve pertanto ritenersi che la subordinazione non rappresenti un elemento, di per sé, sufficiente a mutare la natura dello strumento[505].

La diversità tra gli strumenti subordinati e quelli relativi al capitale di rischio della società risulta formalmente e sostanzialmente confermata anche dalle nuove regole europee in materia di risanamento e risoluzione degli enti creditizi. Dal punto di vista formale, l'articolo 2, punto 73), della BRRD, nel definire il significato da attribuire all'espressione «*strumenti di classe 2*» precisa che rientrano in questa categoria sia gli strumenti di capitale sia i prestiti subordinati che soddisfano le condizioni di cui all'articolo 63 del regolamento (UE) n. 575/2013. L'esplicito richiamo effettuato del legislatore europeo agli "*strumenti di capitale*" e ai "*prestiti subordinati*", sottolinea l'alterità tra queste due forme di finanziamento dell'attività creditizia. La BRRD conferma, inoltre, la differenza tra queste classi di passività anche dal punto di vista sostanziale: nelle ipotesi in cui la normativa prevede l'esercizio di poteri che possono andare a incidere nella sfera giuridica dei soci e dei creditori dell'ente, il legislatore ha chiarito come il coinvolgimento di questi ultimi possa realizzarsi solo successivamente a quello dei titolari di strumenti partecipativi al capitale e solo quando il sacrificio richiesto a questi soggetti non sia risultato sufficiente a raggiungere gli obiettivi perseguiti. Si può dunque ritenere che la

---

[504] S. BONFATTI, *Strumenti «ibridi» di patrimonializzazione, prestiti subordinati e crisi dell'impresa bancaria*, in *L'innovazione finanziaria*, Milano 2003, 310; D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., 244.

[505] Fa al riguardo notare S. BOATO, *Brevi note in materia di subordinazione volontaria dei crediti e crisi dell'impresa*, in Bonfatti e Falcone (a cura di), *La ristrutturazione dei debiti civili e commerciali*, Milano, 2011, 226, come, al ricorrere dei presupposti richiesti dalla normativa, la decisione di computare una determinata passività nei fondi propri dell'ente, spetti a quest'ultimo; D. VATTERMOLI, *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, cit., 244.

clausola di subordinazione non muti la causa del contratto al quale accede[506], non facendo venire meno l'obbligo per l'emittente di rimborsare il capitale ricevuto in prestito[507].

[506] G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, cit., 349; G. E. COLOMBO, *Associazione in partecipazione, prestiti subordinati ed iscrizioni in bilancio*, in G. B. Portale (a cura di), in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983, 426 ss., secondo cui "*[l]a postergazione rispetto agli altri debiti non elimina la natura di vero e proprio debito, e quindi non elimina la priorità del rimborso del credito postergato rispetto al «rimborso» del capitale, o meglio rispetto alla distribuzione, tra i partecipanti al capitale di rischio, dell'eventuale residuo netto di liquidazione*"; A. MAFFEI ALBERTI, *Nuovi strumenti di finanziamento e liquidazione coatta amministrativa*, *ivi*, 478 s.

[507] In questo senso P. FERRO LUZZI, *Riflessioni sulla riforma. La società per azioni come organizzazione del finanziamento d'impresa*, cit., 674; N. SALANITRO, *op. cit.*, 283; G. NICCOLINI, *Il prestito obbligazionario delle società per azioni*, Roma, 2010, 253, il quale riconosce al prestito subordinato la natura di capitale solo in termini aziendalistici, escludendola invece «*ove si abbia riguardo alla nozione giuridica di capitale*». Dello stesso avviso anche G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 428; S. PATRIARCA, *Le obbligazioni e i titoli di debito*, in Francesco Galgano (ideata e diretta da), Elisabetta Panzarini - Aldo Angelo Dolmetta - Sergio Patriarca (proseguita e curata da), *Le operazioni di finanziamento*, Bologna, 2016, 1101 ss.; riguardo alle obbligazioni ID., *Riforma del diritto societario e obbligazioni convertibili*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 5 ss; in giurisprudenza si v. Trib. Monza, 6 luglio 2001 (ord.), in *Soc.*, 5, 2002, 600, con nota di C. SOTTORIVA. In merito alla questione in esame, il Tribunale ha ritenuto che "*[q]ualunque sia il valore giuridico attribuibile alla clausola di postergazione [..], è certo che con i prestiti postergati (diversi dai c.d. prestiti irredimibili, idonei a partecipare alla copertura di perdite anche a prescindere da procedimenti liquidatori) il creditore non dismette il proprio credito e non compie un versamento in conto capitale o a fondo perduto: l'ammontare del debito non viene a far parte del capitale ma va separatamente appostato nella parte passiva del bilancio e, se da un punto di vista meramente economico, il creditore subisce in maggior grado rispetto ad altri creditori il rischio della insolvenza, nondimeno resta un creditore che conserva giuridicamente il diritto alla restituzione della somma versata e può per l'intero ammontare insinuarsi al passivo fallimentare*" (p. 601).

8.1 Le obbligazioni irredimibili.

Queste considerazioni possono ritenersi valide anche rispetto alle passività subordinate c.d. irredimibili, le quali si caratterizzano, sotto il profilo temporale, per avere una durata molto lunga o addirittura illimitata[508].

La possibilità che questa categoria di investimento non preveda un termine di maturità espresso, unitamente ai diritti che a seguito della sua sottoscrizione sono generalmente riconosciuti all'emittente (quale la facoltà di rinviare il pagamento degli interessi sul debito o di utilizzare le somme ricevute in prestito per assorbire le perdite registrate), ha portato una parte della dottrina a escludere che ai prestiti irredimibili potesse essere attribuita natura creditoria, ritenendo più corretto ricondurre tale tipologia di finanziamento tra gli strumenti rappresentativi del capitale proprio della società[509].

---

[508] Sulla compatibilità tra la perpetuità del contratto e l'ordinamento si v. M. LAMANDINI, *Perpetual notes e titoli obbligazionari a lunga o lunghissima scadenza*, in *Banca, borsa e tit. cred*, 1991, I, 623 ss. In proposito, l'Autore evidenzia come la sua lunghissima durata non decreti di per sé l'illegittimità del contratto, precisando che "*l'ordinamento [è] sempre pronto ad accogliere rapporti perpetui o molto lunghi nella misura in cui essi soddisfino un interesse sostanziale delle parti*". La legittimità di una clausola di durata perpetua o molto lunga deve, in sostanza essere, vagliata sotto il profilo causale. Al riguardo, si è evidenziato che, rispetto al creditore, da una immobilizzazione duratura del capitale derivi un vantaggio in termini di remunerazione. Anche il soggetto emittente ottiene un beneficio dall'operazione che "*grazie al lungo differimento del prestito può consolidare i debiti a breve, autofinanziarsi su basi di stabilità e, se ente creditizio, computare il valore del prestito quale patrimonio ai fini di vigilanza*". L'Autore evidenzia inoltre come lo strumento non pone neppure dal momento che le obbligazioni sono negoziate su mercati regolamentari, al titolare dello strumento è riconosciuta la possibilità di rientrare in possesso delle somme investite attraverso la sua cessione.

[509] Per la modifica del "tipo" si v. anche P. MARCHETTI, *op. cit.*, 489 s., che la configura tra la figura dei contratti aleatori o del conferimento evidenziando come il carattere della irredimibilità rappresenti «*un elemento di partecipazione diretta al rischio di impresa che va bene aldilà della mera postergazione nel rimborso intesa come restituzione sospensivamente condizionata. La possibilità di far gravare senz'altro le perdite sul capitale sovvenuto alla banca, anche indipendentemente dalla liquidazione o da insolvenza, elimina in radice la caratteristica della rimborsabilità almeno condizionata, essenziale del rapporto di mutuo che si ritiene tipologicamente sottenda la figura tipica del prestito obbligazionario. È la sola perdita*

Al riguardo occorre tuttavia rilevare che il carattere irredimibile del finanziamento, sebbene possa risultare idoneo a escludere la causa mutuatizia del prestito[510], non può invece ritenersi, di per sé, sufficiente a eliminare l'obbligo per il debitore di restituire le somme ricevute, nel momento in cui si verifichi la scadenza del contratto[511]. Anche qualora non espressamente previsto dal contratto, non si può escludere la possibilità di ricavare, *per relationem,* un termine in cui scatta l'obbligo per il debitore di rimborsare i prestiti irredimibili ricevuti: al più tardi, può essere fissato al momento dello scioglimento della società[512]. Più precisamente, la liquidazione della società rappresenta un presupposto necessario ma non sufficiente a configurare in capo alla medesima un obbligo al rimborso: trattandosi infatti di strumenti assolutamente subordinati, il credito potrà ritenersi esigibile solo dopo che risultino già essere stati soddisfatti gli altri creditori non egualmente subordinati.

Un ulteriore elemento idoneo a escludere la natura di capitale di rischio delle passività irredimibili può essere ricavato dai principi contabili internazionali adottati per la di

---

di gestione e l'esigenza di continuare l'attività ciò che pare determinare, nella figura delineata dalle norme regolamentari, la perdita, anche definitiva, del diritto alla restituzione».

[510] Al riguardo, si v. D. GALLETTI, *op. cit.*, 267, il quale riconduce il prestito irredimibile nella fattispecie della cointeressenza impropria *ex* art. 255 del Codice civile; opinione analoga è stata espressa anche da G. F. CAMPOBASSO, *Le obbligazioni*, cit., 427. In contrasto con questo orientamento, N. CIOCCA, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012, 310; M. MIOLA, *op. cit.*, 446.

[511] In questo senso D. LA LICATA, *op. cit.*, 245. In merito si v. anche F. ROSSI, *Un nuovo tipo di titoli di credito irredimibili: i c. d. Perpetuals*, in *Quadrimestre*, 1990, 297, M. LAMANDINI, *Perpetual notes e titoli obbligazionari a lunga o lunghissima scadenza,* cit., 632 s.

[512] In tal senso A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride*, cit., 114, il quale ritiene che il carattere irredimibile dello strumento "*non priva* tout court *lo strumento di scadenza, bensì solo di una scadenza contrattualmente espressa*", ritenendo invece che tale termine possa invece essere individuato in quello previsto dallo statuto, nel caso di società a tempo determinato, o nel momento in cui viene avviata la liquidazione dell'ente. In maniera simile anche E. CUSA, *op. cit.*, 86, il quale riconosce all'irredimibilità un'implicita scadenza "*corrispondente alla data in cui la società emittente si troverà in stato di liquidazione*"; di questa opinione anche N. CIOCCA, *op. cit.*, 308 s.; A. BARTALENA, *op. cit.*, 548.

redazione dei bilanci bancari[513]. Dalle disposizioni contenute nella Circolare della Banca d'Italia n. 262 del 22 dicembre 2005[514], emerge infatti che per gli strumenti irredimibili è prevista la registrazione nei bilanci delle banche nella posta relativa ai crediti di "*durata indeterminata*", e quindi in una voce del bilancio differente rispetto a quella in cui devono essere iscritti gli strumenti rappresentativi di capitale. Ne consegue, che nell'eventualità in cui sia disposta la liquidazione dell'ente societario, i titolari delle obbligazioni irredimibili parteciperanno ai riparti dell'attivo *pari passu* con gli altri creditori assolutamente subordinati; potendo dunque venire rimborsati con precedenza rispetto ai titolari degli strumenti di capitale.

Nemmeno la presenza di clausole contrattuali (c.d. *loss absorbing*) che autorizzino l'utilizzo delle somme prestate per assorbire le perdite eventualmente registrate dall'ente può ritenersi sufficiente a mutare la natura giuridica dello strumento irredimibile, almeno fintanto che la decurtazione non abbia carattere definitivo sul valore nominale della passività. In proposito, occorre evidenziare come la possibilità, da parte dell'emittente, di utilizzare a copertura delle perdite registrate le somme ricevute a seguito del collocamento del titolo irredimibile non comporti necessariamente il venire meno dell'obbligo di rimborso. Lo strumento potrebbe infatti prevedere che gli utili eventualmente maturati dalla società negli esercizi successivi a quello in cui si è verificata la perdita, debbano essere impiegati per ristabilire il valore nominale iniziale dello strumento precedentemente svalutato. In maniera analoga lo strumento può prevedere che, nonostante la clausola *loss absorbing*, nell'ipotesi in cui intervenga la liquidazione della società i titolari dello strumento possano essere ammessi alla procedura per l'intero

[513] Si intendono i criteri stabiliti dall'International Accounting Standards e dall'International Financial Reporting Standards, meglio noti con i loro acronimi IAS/IFRS.

[514] Il testo della Circolare n. 262 del 22 dicembre 2005, che disciplina gli schemi e le regole di composizione del bilancio bancario, è disponibile all'indirizzo internet: https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/circolari/c262/BILANCIO_BANCARIO_6agg.pdf

originario ammontare del credito sottoscritto[515]. Risulta evidente che laddove, invece, la svalutazione operi in maniera definitiva, lo strumento dovrà essere ricondotto al novero dei titoli rappresentativi del capitale di rischio della società.

Sebbene non abbia carattere decisivo, un ulteriore elemento che contribuisce a escludere la natura partecipativa delle obbligazioni irredimibili può essere individuato nella circostanza che tali strumenti non attribuiscono al possessore alcun diritto di carattere amministrativo nei confronti dell'emittente[516].

9. Il ruolo delle obbligazioni subordinate e nella nuova disciplina in materia di risanamento e risoluzione degli istituti creditizi

Il rinnovato interesse che negli ultimi anni ha registrato la tematica degli strumenti di debito subordinato è, evidentemente, da ricondurre alle nuove regole introdotte dal legislatore europeo in materia di risoluzione e risanamento degli enti creditizi, con le quali è stato attribuito a tali passività un ruolo di primaria importanza nella gestione della crisi delle istituzioni bancarie. Come si è avuto modo di illustrare precedentemente, in virtù del principio del *burden sharing*, con l'introduzione della BRRD, l'autorità di risoluzione può disporre la conversione in strumenti di capitale o la svalutazione delle passività subordinate per garantire il risanamento degli istituti di credito in difficoltà, o la loro ordinata uscita dal mercato. È pertanto necessario che, al momento in cui dovesse evidenziarsi una sua situazione di crisi o dissesto, l'ente coinvolto disponga già di un ammontare di passività sufficiente ad assorbire le perdite eventualmente registrate e/o a ristabilire il capitale sociale dell'istituto ad un livello non inferiore a quello previsto dalla normativa per l'esercizio dell'attività bancaria. A tal fine, sia il FSB sia il legislatore europeo hanno, autonomamente, definito un requisito minimo di fondi che gli istituti

[515] In proposito, cfr. N. CIOCCA, *op. cit.*, 316 s.; di opinione sostanzialmente analoga anche D. LA LICATA, *op. cit.*, 246.

[516] Sul punto, si v. C. BRESCIA MORRA, *Obbligazioni bancarie e altri strumenti di risparmio*, cit., 800; per G. F. CAMPOBASSO, *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, cit., 377, il quale, pur dubitando che la presenza di poteri corporativi possa rappresentare un carattere distintivo fra capitale proprio e capitale di debito, riconosce che i prestiti postergati debbano essere inclusi in questa seconda categoria.

creditizi debbono possedere per consentire l'effettiva applicazione del *bail-in*. In particolare, il FSB ha elaborato il requisito del *Total-Loss Absorbing Capacity* (TLAC) e il legislatore europeo ha invece definito il c.d. *Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities* (MREL). Sebbene tali criteri risultino preposti al conseguimento del medesimo scopo, quello di garantire la risolvibilità degli istituti creditizi, essi presentano ambiti di applicazione non completamente sovrapponibili.

Differenti sono infatti sia i criteri sulla base dei quali determinare la passività che gli istituti di credito devono possedere affinché sia possibile procedere alla risoluzione sia gli strumenti che possono essere oggetto del calcolo. Le norme tecniche stabilite dall'Autorità Bancaria Europea prevedono che il MREL, che deve essere calcolato per ogni istituto bancario europeo indipendentemente dalla sua rilevanza, venga determinato quale rapporto tra le passività totali dell'ente e i suoi fondi propri; il rispetto del requisito TLAC è, invece, richiesto solo per le banche di rilevanza sistemica globale (c.d. G-SIB) e deve essere pari ad almeno il 16% del totale delle attività ponderate per i relativi fattori di rischio. Con riguardo agli strumenti computabili occorre rilevare che solo il FSB ha previsto come necessaria la subordinazione, mentre per il legislatore europeo, risulta invece sufficiente che gli strumenti soddisfino le seguenti caratteristiche: i) il valore deve essere interamente versato; ii) la sottoscrizione non può essere finanziata, neanche indirettamente, dall'ente emittente né dallo stesso garantita; iii) non deriva da un derivato né risulta da un deposito protetto; iv) presentano una durata residua non inferiore ad un anno o nel caso in cui sia prevista la possibilità di un rimborso anticipato, questa non possa essere disposta anteriormente a tale data. I due requisiti non sono alternativi, pertanto gli istituti europei di rilevanza sistemi globale sono chiamati al rispetto di entrambi, con la conseguenza che, rispetto agli istituti europei non G-SIB ed a intermediari stabiliti in Paesi non tenuti ad applicare la BRRD, possono dovere sopportare, a parità di condizioni di mercato, più elevati costi di *funding*.

8.1 Gli strumenti di debito chirografario di secondo livello

La necessità di sopperire alla mancanza di coordinamento tra *standards* prudenziali aventi la stessa funzione ma previsti a livelli differenti, congiunta all'esigenza di limitare i costi a cui erano esposti gli istituti europei di maggiori dimensioni, ha indotto le autorità dei singoli Stati membri ed europee ad intervenire per risolvere l'*impasse*, introducendo passività che potessero risultare computabili sia nel calcolo MREL che TLAC.

Sull'esempio delle soluzioni già adottate in altre giurisdizioni[517], e anticipando le scelte effettuate dal legislatore europeo[518], il legislatore italiano ha – con il comma 1103, art. 1, lett. b), della legge 27 dicembre 2017, n. 205 (la legge finanziaria per il 2018) – introdotto nel T.U.B. l'art. 12-*bis*, intitolato "*strumenti di debito chirografario di secondo livello*", con cui è stata creata una nuova tipologia di passività subordinate che si posiziona in una zona intermedia tra il debito *senior* e quello subordinato ai sensi dell'art. 12 del Testo Unico Bancario.

Gli strumenti di debito chirografario di secondo livello, nella prassi chiamati anche più semplicemente *senior non preferred bonds*[519], prevedono dunque una subordinazione di tipo assoluta, operando a vantaggio di tutti gli altri creditori della banca ad eccezione dei sottoscrittori dei titoli subordinati *ex* art. 12 T.U.B., e legale, in quanto stabilita direttamente dal legislatore. Secondo le aspettative del legislatore gli strumenti *non preferred* dovrebbero consentire agli istituti di credito di dotarsi di un cuscinetto di

---

[517] Riferisce D. VATTERMOLI, «*Strumenti di debito chirografario di secondo livello». Alchimie linguistiche e tutela del mercato bancario*, in *Riv. dir. banc. merc. fin.*, 2, 2018, 216, nt. 18, come soluzioni analoghe fossero già state adottate in Belgio, Francia e Spagna.

[518] Cfr. Direttiva (UE) 2019/879 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2019, che modifica la direttiva 2014/59/UE per quanto riguarda la capacità di assorbimento di perdite e di ricapitalizzazione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e la direttiva 98/26/CE.

[519] Evidenzia D. VATTERMOLI, «*Strumenti di debito chirografario di secondo livello». Alchimie linguistiche e tutela del mercato bancario*, cit., 219, come il nome con cui si è deciso di chiamare lo strumento, sia nella versione italiana che in quella inglese, potrebbe essere decettivo: in nessuna delle due lingue emerge con chiarezza la natura subordinata degli strumenti.

passività adeguato a evitare, in caso di difficoltà dell'ente, ai possessori di obbligazioni *senior* di subire la conversione o la svalutazione del proprio credito[520].

Affinché una passività possa essere classificata tra gli strumenti chirografari di secondo livello è necessario che rispetti tre requisiti, oltre quello della assolutezza della subordinazione. Sotto il profilo strutturale, il credito deve presentare una maturità non inferiore a dodici mesi; inoltre non deve essere un derivato né essere collegato a tali strumenti o avere caratteristiche a questi propri. Da ultimo, lo strumento deve essere emesso dalla banca o da una società appartenente al medesimo gruppo a cui essa appartiene; non possono procede dunque all'emissione della passività soggetti diversi anche se rientranti nel perimetro della vigilanza consolidata[521]. La scelta del legislatore italiano è stata dunque quella di far coincidere i soggetti abilitati a emettere lo strumento con quelli assoggettabili alla liquidazione coatta amministrativa[522].

Infine, la documentazione contrattuale e, se previsto, il prospetto informativo o di ammissione a quotazione di questi titoli, deve espressamente indicare le modalità di rimborso del capitale e il pagamento degli interessi e degli eventuali altri importi dovuti

---

[520] Con il comma 1104, che ha modificato il d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza) introducendo il nuovo art. 60-*bis*.4-*bis* la possibilità di emettere strumenti di debito *non preferred* è stata riconosciuta anche alle Società di Investimento Mobiliare aventi sede in Italia.

[521] Ai sensi dell'art. 65, comma 1, del T.U.B., la Banca d'Italia esercita la vigilanza su base consolidata nei confronti dei seguenti soggetti: "*a) società appartenenti a un gruppo bancario; b) società bancarie, finanziarie e strumentali partecipate almeno per il 20% dalle società appartenenti a un gruppo bancario o da una singola banca; c) società bancarie, finanziarie e strumentali non comprese in un gruppo bancario, ma controllate dalla persona fisica o giuridica che controlla un gruppo bancario ovvero una singola banca; h) società che controllano almeno una banca; i) società diverse da quelle bancarie, finanziarie e strumentali quando siano controllate da una singola banca ovvero quando società appartenenti a un gruppo bancario ovvero soggetti indicati nella lettera h) detengano, anche congiuntamente, una partecipazione di controllo*".

[522] Cfr. M. SEPE, *Art. 12-bis*, in F. Capriglione (diretta da), M. Pellegrini – M. Sepe – V. Troiano (con la collaborazione di), *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, 4 ed., I, Vicenza, 2018, 168, il quale fa notare come il perimetro delineato dal legislatore non coincide con i soggetti nei confronti dei quali può essere avviata la risoluzione.

nella ripartizione dell'eventuale attivo qualora la banca sia posta in liquidazione. Ponendo quest'ultima condizione il legislatore ha evidentemente voluto introdurre un elemento di tutela del sottoscrittore, imponendo all'emittente di specificare nella documentazione contrattuale che nel caso di liquidazione i titolari degli strumenti saranno "*soddisfatti dopo tutti gli altri crediti chirografari e con preferenza rispetto ai crediti subordinati alla soddisfazione dei diritti di tutti i creditori non subordinati della società*"[523]. Riguardo a questi obblighi informativi si può discutere sugli effetti derivanti da una loro mancata ottemperanza da parte dell'emittente. Nel valutare le conseguenze della violazione va osservato che le informazioni che la documentazione deve fornire attengono alla commercializzazione dello strumento piuttosto che alla sua struttura.

In ragione della funzione prudenziale attribuita allo strumento, e quindi al suo assoggettamento al *bail-in*, e dell'affidamento che i terzi possono avere riposto nella presenza di un determinato ammontare di passività *senior non preferred* al momento della sottoscrizione di altre classi di passività, si può ritenere che l'eventuale violazione degli obblighi informativi non sia sufficiente a escludere la natura subordinata degli strumenti. A prescindere, quindi, dalla correttezza delle informazioni contenute nella documentazione che l'emittente deve fornire, i sottoscrittori di questi strumenti dovranno subire gli effetti della risoluzione (o liquidazione) dell'ente dopo gli strumenti subordinati ma prima dei crediti *senior*; ciò chiaramente non pregiudica la loro possibilità di ottenere il risarcimento per l'eventuale danno subito a causa del mancato rispetto degli obblighi informativi previsti.

Una caratteristica relativa alla struttura degli strumenti di debito chirografario di secondo livello che è opportuno rilevare, riguarda il taglio e i sottoscrittori dei titoli. Il valore nominale minimo dei singoli titoli deve essere di almeno 250.000 euro e possano essere sottoscritti unicamente da investitori qualificati. L'attribuzione ai titoli di queste caratteristiche suscita alcune perplessità. Relativamente al taglio del titolo appare quantomeno inconsueto che sia stato stabilito con la legge finanziaria e non si sia ritenuto più opportuno demandarne la definizione alla normativa speciale o alle disposizioni secondarie emanate dalla Banca d'Italia ai sensi del quarto comma, dell'art. 12-*bis*, del

[523] Cfr. art. 91, c. 1-*bis*, lett. c)-*bis*, del Testo Unico Bancario.

Testo Unico. La definizione per legge del taglio rende ovviamente maggiormente complessa la sua modifica e sottrae la determinazione delle caratteristiche degli strumenti all'Organo di Vigilanza che, sotto il profilo tecnico, è senz'altro il soggetto più indicato al compito.

Riservando la sottoscrizione dei titoli in questione agli investitori qualificati, il legislatore ha voluto assicurarsi che, al momento della loro emissione, i nuovi strumenti siano acquistati da soggetti dotati delle capacità tecniche per valutarne adeguatamente il rischio; indirettamente sono stati tutelati i clienti al dettaglio, che come dimostrano le vicende di alcune banche su cui si tornerà, non sempre hanno le conoscenze sufficienti per valutare l'alea dell'investimento proposto dall'emittente, a volte violando le regole sull'intermediazione finanziaria[524].

Questa limitazione rende difficilmente comprensibile la ragione per cui la stessa scelta di commercializzazione non sia stata adottata per le obbligazioni subordinate *ex* art. 12 T.U.B., nonostante presentino un rischio maggiore, essendo i primi strumenti di debito chiamati a sopportare i costi di una risoluzione (o le perdite di una liquidazione).

Va anche osservato che la norma non specifica chi siano gli "investitori qualificati", che possono sottoscrive gli strumenti chirografari di secondo livello. In assenza di una precisa definizione legislativa, l'identificazione di quegli investitori può essere individuata nella definizione di "clienti professionali" riportata nel Regolamento Intermediari approvato dalla Consob con Delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018[525].

Naturalmente, la riserva di collocamento a favore degli investitori qualificati non esclude che gli strumenti *non preferred* possano, direttamente o indirettamente, rientrare nel portafoglio degli investitori *retail*. Tra gli "investitori qualificati" rientrano infatti anche

---

[524] Sull'opportunità di limitare la possibilità di sottoscrivere gli strumenti di debito subordinato cfr. M.R. GÖTZ e T. H. 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?*, European Parliament, 2016, 9 ss.

[525] In merito cfr. A. PAVIRANI, *La dichiarazione di operatore qualificato alla luce dell'evoluzione normativa e giurisprudenziale*, in *Riv. dir. banc.*, 2011, 1 ss., per l'esatta identificazione dei soggetti classificati come clienti professionali si veda l'allegato 3 della Delibera.

i fondi di investimento e gli organismi di investimento collettivo del risparmio, cioè quegli strumenti che per i propri investimenti utilizzato principalmente il capitale raccolto tra il pubblico. Inoltre, non appare sussistere alcun divieto per i primi sottoscrittori di procedere a una successiva cessione dei titoli né alcuna limitazione relativa ai soggetti a cui cederli. L'art. 12, commi 3 e 4-*bis*, del T.U.B., prevedendo che agli strumenti di debito chirografario di secondo livello non si applichi, tra l'altro, l'articolo 2412 c.c. - il cui secondo comma stabilisce che "*in caso di successiva circolazione delle obbligazioni* [sottoscritte da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali], *chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali*" – porta a esclude che si possa configurare in capo ai primi prenditori una responsabilità per l'eventuale svalutazione o conversione dei titoli da essi ceduti a soggetti che non siano investitori qualificati. Se l'impedimento per la clientela al dettaglio di sottoscrivere i titoli alla loro emissione aveva l'obiettivo di tutelarla dai rischi connessi, si deve constatare che l'obiettivo potrebbe non risultare pienamente raggiunto. La possibilità che le vendite successive al collocamento dei titoli, possano essere fatte anche alla clientela *retail*, benché possa apparire in contrasto con la *ratio* della norma, risponde, verosimilmente, all'esigenza di evitare un eccessivo accumulo di questi titoli nei bilanci degli investitori qualificati, che quindi potrebbero diventare un veicolo di contagio in caso di grave difficoltà dell'ente emittente.

CAPITOLO III

LE CONSEGUENZE DELL'APPLICAZIONE DELLA NUOVA NORMATIVA SULLA GESTIONE DELLE CRISI BANCARIE PER GLI OBBLIGAZIONISTI SUBORDINATI ITALIANI.

1. Introduzione.

Come evidenziato in precedenza, il recepimento, avvenuto con i Decreti legislativi 180 e 181 del 2015, della Direttiva europea 2014/59/UE in materia di risoluzione e risanamento degli istituti creditizi, ha fortemente innovato la disciplina e le modalità di gestione delle crisi bancarie e inciso profondamente sul grado di tutela riconosciuto, in precedenza, dall'ordinamento italiano ai creditori degli istituti creditizi in difficoltà. Da una prassi in base alla quale, fino al più recente passato, creditori e depositanti delle banche italiane avevano beneficiato di una garanzia implicita, da parte delle autorità pubbliche, sulla restituzione del proprio credito nel caso di dissesto dell'ente debitore[526], si è passati a una situazione in cui essi, di norma, sono, invece, chiamati a sostenere i costi relativi al risanamento dell'istituto. L'idea che l'impresa possa essere risanata attraverso il

[526] L. STANGHELLINI, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in Aa. Vv., *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, Quaderni di ricerca giuridica, Banca d'Italia, Roma, 2014, 150. Per quanto riguarda le garanzie previste dall'ordinamento italiano si v. in particolare D. ROSSANO, *La nuova regolazione delle crisi bancarie. Risoluzione e tecniche di intervento*, Milano, 2017, 17 ss.; G. MINERVINI, *Note sull'assicurazione dei depositi bancari*, in F. Belli e altri (a cura di), *Banche in crisi*, 1960-1985, Roma-Bari, 1987, 181 ss.; A. PATRONI GRIFFI, *Le crisi bancarie: il caso Ambrosiano*, in F. Belli et al. (a cura di), *Banche in crisi, 1960-1985*, 1987, 148. Occorre ricordare che a seguito delle difficoltà che hanno coinvolto la Banca Privata Italiana è stato emanato il d.m. 27 settembre 1974, noto come Decreto Sindona, con cui si è creato quello che è stato definito "*un sistema di salvataggio indiscriminato a spese dello Stato*", in questi termini G. MINERVINI, *Il «ristoro» ex d.m. 27 settembre 1974 e il fondo interbancario di tutela dei depositi*, in *Giur. comm.*, 1990, I, 5 ss.

contributo dei suoi stessi creditori non è nuova nell'ordinamento italiano[527]. Vi sono, infatti, varie possibilità con cui i creditori di un ente in crisi possono rimodulare, o addirittura rinunciare a una parte di quanto dovuto loro, al fine di permettere al debitore di continuare la propria attività imprenditoriale. Nel concordato preventivo[528], così come in quello fallimentare[529], i creditori possono infatti decidere di ridurre o dilazionare il proprio credito, così come convertirne una parte in capitale della società se ritengono di ottenere benefici maggiori dalla prosecuzione dell'attività dell'impresa in crisi rispetto a quelli che potrebbero ottenere dalla liquidazione della sua azienda. Da questo punto di vista, la particolarità della nuova disciplina in materia di gestione delle crisi bancarie risiede nella previsione legislativa di attribuire a un'autorità pubblica il potere di determinare l'*an* e il *quantum* del sacrificio dei creditori[530]. La decisione in merito alla conversione e/o alla svalutazione delle passività della banca in difficoltà è infatti

---

[527] G. MEO, *Il risanamento finanziato dai creditori*, Milano, 2013.

[528] In merito cfr. A. DANOVI e F. D'AQUINO, *La proposta di concordato*, in A. Jorio e B. Sassani (a cura di), *Trattato delle procedure concorsuali*, Vol. V, 2017, Milano, 51 ss.; F. DI MARZIO, *Introduzione al concordato preventivo*, in Aa. Vv., *Il superamento della crisi e la conclusione delle procedure*, in L. Ghia, C. Piccininni e F. Severini (diretto da), *Trattato delle procedure concorsuali*, Vol. IV, Milano, 2011, 244 ss.

[529] S. AMBROSINI, *Il concordato fallimentare*, in S. Ambrosini, G. Cavalli e A. Jorio (a cura di), *Il Fallimento*, in G. Cottino (Diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, XI,2, Padova, 2009, 699 ss.; G. IVONE, *La disciplina del voto nel concordato. L'approvazione del concordato fallimentare*, in Aa. Vv., *Il superamento della crisi e la conclusione delle procedure*, in L. Ghia, C. Piccininni e F. Severini (diretto da), *Trattato delle procedure concorsuali*, Vol. IV, Milano, 2011, 133 ss.; A.M. PERRINO, *Il concordato fallimentare: aspetti procedimentali*, in A. Jorio (a cura di), *Fallimento e concordato fallimentare*, Tomo secondo, 2016 Milano, 2544 ss.

[530] Rileva al riguardo R. LENER, *Bail in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 3, 2016, 289, come "*nelle ipotesi già note al nostro ordinamento la conversione si effettua, infatti, sempre in base a un accordo fra debitore e creditori. Accordo che può essere raggiunto* ex ante *(ad es. accordi di ristrutturazione del debito) o* ex post *(ad es. concordato preventivo, amministrazione straordinaria); accordo che, beninteso, può essere raggiunto anche contro la volontà di alcuni creditori, ove questi aderiscano a maggioranza*".

demandata all'autorità di risoluzione e non ai singoli creditori, come invece generalmente può avvenire nelle procedure concorsuali.

Nonostante la sua recente introduzione, gli strumenti e le procedure previsti dalla nuova disciplina europea hanno già trovato una diffusa applicazione nei diversi Stati membri dell'Unione europea[531]: ritenendo queste misure più adeguate a fronteggiare le situazioni di difficoltà o di dissesto degli enti creditizi, di quelle previste dalla disciplina nazionale, i Paesi maggiormente colpiti dalla crisi economica hanno deciso di emanare, e di applicare, disposizioni dal contenuto normativo analogo a quelle stabilite dalla BRRD anche prima della data al 1° gennaio 2016, termine ultimo fissato dal legislatore europeo per il recepimento della Direttiva[532].

L'applicazione delle normative nazionali ispirate ai principi e alla disciplina contenuti nella BRRD non ha fatto registrare, salvo l'unica eccezione dei procedimenti di

[531] Per una rassegna dell'applicazione dei principali casi di applicazione della nuova disciplina si veda WORLD BANK GROUP, *Bank resolution and "bail-in" in te EU: selected case studies pre and post BRRD*, Vienna, 2016.

[532] Per un esame delle soluzioni adottate da alcuni Paesi europei, cfr. S. GIANNETTI, *La Banking Structural Reform nei principali ordinamenti nazionali: la risposta regolamentare alla crisi finanziaria*, in *Innovazione e diritto*, 6, 2017.

risoluzione che hanno interessato due istituti creditizi ciprioti[533] e una banca danese[534], casi in cui il sacrificio richiesto dalle autorità pubbliche abbia pregiudicato le aspettative dei depositanti (c.d. *full bail-in*). Nella maggior parte dei casi, infatti, è risultato sufficiente l'azzeramento del valore degli strumenti rappresentativi del capitale e delle sole passività subordinate per finanziare gli interventi necessari al risanamento dell'istituto in difficoltà o a consentirne l'ordinata uscita dal mercato.

Sebbene finora l'autorità di risoluzione non abbia applicato i suoi poteri di conversione o svalutazione delle passività nei confronti dei depositanti, ma solo ai titolari degli

---

[533] M. VENTORUZZO e G. SANDRELLI, *O Tell Me The Truth About Bail-In: Theory and Practice*, in *ECGI Law Working Paper*, 442, 2019, 50, considerano quello di Cipro "*the most draconian example*" dell'applicazione, peraltro *ante litteram*, della BRRD (al *paper* si rinvia anche per bibliografia sul caso cipriota). Agli inizi del 2012 le autorità cipriote si trovarono ad affrontare una grave crisi finanziaria, per il superamento della quale fu richiesto l'aiuto delle istituzioni finanziarie internazionali. La concessione del sostegno da parte del Meccanismo Europeo di Stabilità e del Fondo Monetario Internazionale fu subordinata alla realizzazione di un programma di ristrutturazione e ricapitalizzazione del sistema bancario cipriota al fine di salvare le due banche di maggior interesse nazionale, la Bank of Cyprus e Laiki. La realizzazione del piano di salvataggio comportò la svalutazione delle passività costituite dalle azioni e dalle obbligazioni, anche senior, e la conversione in azioni del 47,5% dei depositi non garantiti della Bank of Cyprus, per riportare il suo capitale al 9% delle passività. Poiché la gran parte di quei depositi erano di soggetti stranieri, secondo, secondo V. SANTORO, *Prevenzione e "risoluzione" della crisi delle banche*, in B. De Donno e altri, *Persona e attività economica tra libertà e regola. Studi dedicati a Diego Corapi*, Editoriale scientifica, Napoli 2015, "*La lezione di Cipro insegna che il bail in funziona quando la maggior parte dei costi sociali siano scaricati all'esterno dell'economia del paese coinvolto*", disponibile all'indirizzo internet: http://www.regolazionedeimercati.it/sites/default/files/Santoro%20SRM.pdf p. 15. Per un inquadramento complessivo della crisi finanziaria cipriota cfr. A. MICHAELIDES e A. ORPHANIDES, *The Cyprus Bail-In: Policy Lessons from the Cyprus Economic Crisis*, Imperial College Press, London, 2016.

[534] La gestione della crisi della Andelskassen da parte delle autorità danesi assume particolare interesse anche per la circostanza che, a seguito della valutazione finale, condotta dall'esperto indipendente al termine della procedura di risoluzione, è emersa l'erroneità delle stime iniziali; le autorità hanno dunque proceduto a compensare una parte dei creditori coinvolti. Per approfondire la vicenda si v. J. V. ANDERSEN, P. LINTNER e S. SCHROEDER, *Denmark - Andelskassen: Resolution via Bridge Bank and Bail-in Including of Uninsured Depositors*, in Aa. Vv., *Bank resolution and "Bail-in" in the EU: selected case studies pre and post BRRD*, World Bank Group, 2016, 24 ss., disponibile all'indirizzo internet: http://pubdocs.worldbank.org/en/120651482806846750/FinSAC-BRRD-and-Bail-In-CaseStudies.pdf

strumenti di capitale e delle passività subordinate, ciò ha, inevitabilmente, sollecitato un dibattito e fatto emergere rilievi in merito: alla costituzionalità della lesione dei diritti patrimoniali e/o amministrativi dei detentori delle passività (e potenzialmente dei depositanti) delle banche in risoluzione, al livello di tutela offerti dalle procedure attivabili, ed anche, al di fuori dell'ambito più strettamente giuridico, all'equità ed alla stessa opportunità di aver previsto margini molto ristretti per l'intervento pubblico. Particolare attenzione merita l'analisi delle tutele che l'ordinamento italiano riconosce ai sottoscrittori di obbligazioni subordinate e delle iniziative promosse dal legislatore finalizzate al ristoro degli investitori coinvolti nei dissesti degli enti creditizi verificatisi successivamente all'approvazione della BRRD e al suo recepimento.

2. Gli effetti della crisi sugli istituti di credito italiani.

In Italia il sistema bancario è stato investito dalla crisi finanziaria globale meno in profondità di quanto non si sia verificato in altri Paesi, anche dell'Unione europea; alcune situazioni di crisi si sono palesate quando i nuovi orientamenti della Commissione europea e l'entrata in vigore della Direttiva 2014/59/UE avevano reso più problematico intervenire con finanziamenti ed altre forme di assistenza pubblica nella gestione dei dissesti. Malgrado le forti turbolenze che hanno investito l'economia mondiale e italiana a partire del 2008, nel complesso si può ritenere che il sistema bancario italiano abbia mostrato una certa resilienza, facendo registrare difficoltà e dissesti solo di singoli istituti. Per la sua rilevanza, essendo stata la terza banca italiana per *asset* gestiti, il punto di maggiore sofferenza del sistema va individuato certamente nel Monte dei Paschi di Siena,

il cui salvataggio ha richiesto la sua (seppur temporanea) nazionalizzazione[535]. Gli altri casi hanno riguardato diverse banche che, sebbene di piccola e media dimensione, avevano un ruolo rilevante per le economie dei territori in cui operavano[536]. Le crisi della Cassa di risparmio di Teramo (Tercas), della Banca di Romagna e delle Casse di Risparmio di Rimini, Cesena e San Miniato sono tutte state gestite con l'esercizio da parte della Banca d'Italia dei poteri di intervento precoce previsto dalla nuova normativa di gestione delle crisi, o con l'intervento del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi[537], il cui apporto in un caso è stato ritenuto dalla Commissione europea in contrasto con la disciplina in materia di Aiuti di Stato[538].

---

[535] C. BARBAGALLO, *Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario*, audizione del 22 novembre 2017 https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2017/Barbagallo-22112017.pdf; BANCA D'ITALIA, *La ricapitalizzazione precauzionale di MPS: domande e risposte,* https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2017/ricapitalizzazione-precauzionale-mps/index.html#faq8761-1; M. RISPOLI FARINA, *La soluzione della crisi del Monte paschi di Siena e delle banche venete nell'ambito della procedura di risanamento e risoluzione delle banche italiane. Uno sguardo di insieme*, in *Studi Senesi*, 3, 2018, 449 ss.; una ricostruzione delle vicende del management della banca, è stata fatta in un report speciale dell'agenzia Reuter di S. BERNABEI e S. ALOISI, *Il declino del Monte dei Paschi di Siena*, disponibile all'indirizzo internet https://it.reuters.com/article/itEuroRpt/idITL6N0BY62U20130311.

[536] Sull'importanza delle banche territoriali cfr. M. L. STEFANI e al., *Le banche locali e il finanziamento dei territori: evidenze per l'Italia (2007-2014)*, Questioni di Economia e Finanza, n. 324, Banca d'Italia, Roma 2016, disponibile all'indirizzo internet: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2016-0324/QEF_324_16.pdf; R. LUNGARELLA e F. VELLA, *C'era una volta l'istituto di credito del territorio*, in *lavoce.info*, 2017, disponibile all'indirizzo internet: https://www.lavoce.info/archives/48179/cera-volta-la-banca-del-territorio/

[537] Una sintetica analisi della soluzione di questi casi può essere letta in S. BONFATTI, *Crisi bancarie in Italia 2015-2017*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 264 ss.

[538] Il riferimento è alla decisione della Commissione europea in merito al salvataggio della Banca Tercas, decisione SA.39451 (2015/C) (ex 2015/NN). La Commissione aveva ritenuto la natura pubblica dell'intervento del FITD in ragione delle seguenti circostanza: a) l'obbligatorietà dei versamenti corrisposti dagli aderenti; b) gli interventi del Fondo essendo previsti dalla legge e perseguendo una finalità pubblicistica devono ritenersi attuati sulla base di un mandato pubblico; e c) l'attività del Fondo è soggetta

Oltre a quelle alle quali si è fatto cenno, il sistema bancario italiano ha registrato la crisi di altre banche la cui gestione si è rivelata complessa e in cui per la prima volta in Italia, le autorità hanno dovuto tenere conto dell'esistenza della nuova normativa[539], di cui si è, però, fatta un'applicazione solo parziale. Gli effetti della nuova normativa sono stati sperimentati su due gruppi di istituti di credito in difficoltà: le cosiddette Quattro banche e le cosiddette Banche Venete. Il primo raggruppamento comprende Banca dell'Etruria e del Lazio S.c.p.A., Banca Marche S.p.A., Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A. e Cassa di Risparmio della Provincia di Chieti S.p.A; il secondo Veneto Banca S.p.A. e Banca Popolare di Vicenza S.p.A. Questa suddivisione in gruppi è stata determinata dal tempo dell'emersione dei dissesti e dalle procedure adottate per gestirli: la risoluzione nel caso delle Quattro Banche[540] e la liquidazione coatta amministrativa in quello delle Banche

---

ad un controllo da parte delle Autorità pubbliche idoneo a condizionarne l'operatività; (per maggiori approfondimenti a A. ARGENTATI, *I salvataggi di banche italiane e l'Antitrust europeo*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2016, 1, 109 ss.; ID., *Sistemi di garanzia dei depositi e crisi bancarie: c'è aiuto di Stato?, ivi*, 2015, 2, 315 ss.; A. M. BENTIVEGNA, *Il ruolo (incerto) dei sistemi di garanzia*, in *A.G.E.*, 2016, 2, 478 ss.; A. DE ALDISIO, *Le nuove regole europee sulla risoluzione. L'intervento pubblico tra Scilla e Cariddi*, *ivi*, 2016, 2, 333 ss.). La decisione della Commissione è stata recentemente annullata dal Tribunale dell'Unione Europea che ha invece ritenuto che l'intervento non contrastasse con la normativa sulla concorrenza (decisione (UE) 2016/1208, del 23 dicembre 2015), per un'analisi della decisione D. ROSSANO, *Il Tribunale UE boccia la Commissione europea sul caso Tercas (The General Court of the European Union rejects the European Commission in the Tercas case), nota a sentenza del Tribunale UE del 19 marzo 2019*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2, 2019, 1 ss.

[539] Per un quadro d'insieme in merito all'applicazione della nuova normativa al sistema italiano, cfr. E. COLETTI, F. DABBENE, R. LOCATELLI e C. SCHENA, *L'applicazione del nuovo frame work europeo di gestione delle crisi bancarie e le soluzioni attivate per il sistema bancario italiano*, in *Osservatorio monetario*, 3, 2017, 12 ss.

[540] Sull'opportunità di applicare lo stesso strumento a tutte e quattro le banche esprime dubbi F. CAPRIGLIONE, *Luci e ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi*. Scritto per il Convegno *Salvataggio bancario e tutela del risparmio*, in *Rivista di diritto bancario, dottrina e giurisprudenza commentata*, 2, 2016, 5. In particolare, l'autore manifesta perplessità sull'assoggettamento a risoluzione della Cassa di risparmio di Ferrara "*i cui azionisti nell'assemblea straordinaria del 30 luglio 2015 avevano deliberato di ricoprire le perdite risultanti dalla situazione patrimoniale al 31 marzo 2015, mediante utilizzo delle riserve e riduzione del capitale sociale (la cui consistenza residua per un ammontare superiore agli 11 milioni veniva accertata da una perizia del prof. Enrico Laghi dell'Università di Roma), nonché alla Cassa*

Venete. Nonostante la diversità della strategia adottata, in entrambi i casi la gestione delle crisi ha reso necessario l'integrale azzeramento del valore degli strumenti di capitale e di quelli subordinati emessi dai singoli istituti.

3. La crisi delle Quattro Banche e la loro risoluzione.

La prima occasione per la sperimentazione dell'applicazione del nuovo quadro normativo in materia di gestione delle crisi bancarie è stata offerta dalla necessità di intervenire sulla situazione di grave dissesto fatto registrare dalle c.d. Quattro Banche[541], che nel complesso detenevano una quota di circa l'1% del mercato nazionale in termini di depositi[542]. Già da tempo, l'insostenibilità della situazione finanziaria in cui questi istituti versavano aveva indotto la Banca d'Italia ad assoggettarli alla procedura di amministrazione straordinaria ai sensi dell'art. 70 del Testo Unico Bancario[543]. La

---

di risparmio della provincia di Chieti, la quale (come risulta dallo stesso provvedimento del Ministro dell'economia e delle finanze del settembre 2014) è stata commissariata per gravi irregolarità amministrative e non per perdite patrimoniali. C'è da domandarsi, allora, per quale motivo tali enti creditizi siano stati associati alla Banca Marche ed alla Banca popolare dell'Etruria e del Lazio nell'operazione voluta da Governo per risolverne la crisi", disponibile all'indirizzo internet: http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/f._capriglione_luci_ed_ombre_nel_salvataggio_di_quattro_banche_in_crisi._scritto_per_il_convegno_salvataggio_bancario_e_tutela_del_risparmio_2016_0.pdf

[541] Per una dettagliata ricostruzione della vicenda di queste banche da parte dei soggetti che, a vario titolo, hanno gestito o partecipato alle procedure di risoluzione cfr. P. LEONE, S. NATALE, R. NICASTRO (a cura di), *Risoluzione di una crisi: le Good Banks tra regole, mercato, territori e risparmiatori*, Roma, Bancaria, 2019.

[542] Cfr. BANCA D'ITALIA, *Informazioni sulla soluzione delle crisi di Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cari Chieti, Cassa di Risparmio di Ferrara*, 22 novembre 2015, disponibile all'indirizzo internet: https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2015/info-soluzione-crisi/index.html.

[543] Per maggiori dettagli sulle operazioni compiute, cfr. BANCA D'ITALIA, *L'attività di vigilanza svolta dalla Banca d'Italia: linee generali e interventi nei confronti delle quattro banche poste in "risoluzione"*, https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/attivita-vigilanza/attivita_vigilanza_linee_generali.pdf Sulla disciplina dell'amministrazione straordinaria si v. in

soluzione dei dissesti fu definita nell'intermezzo del passaggio da un assetto normativo all'altro, o, per essere più precisi, in vigenza di un regime ma con l'applicazione delle regole e degli strumenti disciplinati da un quadro dispositivo nuovo. In assenza di un sostegno pubblico, che avrebbe dovuto superare la valutazione di compatibilità con la normativa europea sugli aiuti di Stato, e nell'impossibilità, per le ragioni su cui si tornerà, della ricapitalizzazione delle quattro banche da parte del FITD, l'applicazione della normativa vigente avrebbe portato all'assoggettamento di ciascun istituto alla liquidazione coatta amministrativa e, conseguentemente, alla probabile cessione delle singole aziende bancarie, o di parti o rami di esse, ad altri istituti di credito; all'intervento del FITD per rifondere i depositi sotto i 100.000 euro, eventualmente intaccati dai dissesti, e alla liquidazione degli eventuali attivi residui. Questa evoluzione dell'amministrazione straordinaria avrebbe garantito la preservanzione dei soli depositi entro il limite garantito dal FITD, che ne avrebbe sopportato l'onere, mentre avrebbero probabilmente fatto registrato una lesione dei diritti patrimoniali non solo degli azionisti e degli obbligazionisti subordinati ma anche i possessori delle altre passività[544]. La soluzione adottata con il decreto legge 22 novembre 2015, n. 183 fu resa possibile dall'entrata in vigore, solo qualche giorno prima, del decreto legislativo 180/2015, che consentì di applicare gli strumenti della risoluzione disciplinati dalla BRRD, ad eccezione del *bail-*

---

particolare, R. CERCONE, *L'amministrazione straordinaria delle banche*, in A. Jorio e B. Sassani (a cura di), *Trattato delle procedure concorsuali*, Vol. V., Milano 2017, 1092 ss.

[544] È stato fatto notare, ERZEGOVESI L., *La risoluzione delle Quattro Banche e i pezzi mancanti dell'Unione bancaria europea*, in *Bancaria*, 12, 2019, 10 s. che "*se la risoluzione fosse avvenuta dopo il 1° gennaio 2016, con l'applicazione piena del bail-in, il costo per i risparmiatori, inclusi i detentori di obbligazioni e depositi non garantiti, sarebbe stato molto più gravoso specialmente nel caso di Banca Marche e CariFerrara. Le soglie prescrittive dettate dalla Brrd sarebbero state drammaticamente superate: sia quelle minime dell'8% del Tlof (Total Liabiities and Own Funds) necessarie per attivare il Fondo di risoluzione, sia quella del 5% del Tlof che fissa il massimale dell'apporto di quest'ultimo. Si sarebbe posto il dilemma tra un ulteriore bail-in fino a concorrenza delle passività chirografarie disponibili e (come è avvenuto in realtà, un maggiore intervento del Fondo di risoluzione. Si può soltanto immaginare l'effetto dirompente che il burden sharing esteso avrebbe prodotto sul mercato delle obbligazioni bancarie al dettaglio diverse dai covered bond, peraltro già avviato al declino dalla mera previsione normativa del bail-in*".

in[545]. In virtù del D. Lgs. 180/2015, la Banca d'Italia, nella sua veste di autorità di risoluzione, poté avviare le procedure di risoluzione delle banche in questione[546], dopo averne accertato il ricorrere dei presupposti[547]. Naturalmente, all'epoca dei fatti le banche non disponevano né di un piano di risanamento né di un piano di risoluzione.

I programmi di risoluzione furono pertanto definiti dalla Banca d'Italia quando le banche si trovavano già in una situazione di dissesto e trovarono realizzazione attraverso una serie di operazioni che sono ben delineate nei provvedimenti di avvio della risoluzione. Con la sottoposizione delle banche alla risoluzione fu chiusa l'amministrazione straordinaria e i suoi organi furono sostituiti dai commissari speciali e dai membri del comitato di sorveglianza, nominati dall'autorità di risoluzione, a cui furono attribuiti, tra l'altro, i poteri degli azionisti e dei titolari di altre partecipazioni. A copertura delle perdite, quantificate sulla base delle valutazioni provvisorie previste dalla normativa, si procedette alla riduzione integrale delle riserve e del capitale rappresentato da azioni, anche non computate nel capitale regolamentare, e del valore nominale degli elementi di

---

[545] L'art. 8, c. 1, lett. b), della legge 9 luglio 2015, n. 114, (c.d. legge di delegazione europea 2014) stabiliva al riguardo l'inapplicabilità dello strumento del *bail-in*, prima del 1º gennaio 2016. Ritiene L. SCIPIONE, *Dal "decreto salva banche" al fondo Atlante, passando per la bad bank all'italiana. Strategie di superamento del bail-in e di ritorno al bail-out*?, in *innovazione e* diritto, 3, 2016, 80, che la risoluzione "*obbligata ma tardiva della crisi delle quattro banche medio-piccole […] [abbia provocato] a cascata la sfiducia dei risparmiatori e degli investitori istituzionali sull'intero sistema bancario italiano*".

[546] Con singoli decreti del 22 novembre 2015 il Ministro dell'economia e delle finanze del 22novembre 2015 approvò i provvedimenti risoluzione delle quattro banche in amministrazione straordinaria emanati tutti in data 21 novembre 2015 per la: Banca delle Marche S.p.A. con la deliberazione n. 553; Banca popolare dell'Etruria e del Lazio – Società cooperativa con la deliberazione n. 554;Cassa di risparmio di Ferrara S.p.A. con la deliberazione n. 555; Cassa di risparmio della provincia di Chieti S.p.A. con la deliberazione n. 556.

[547] La Banca d'Italia avviò le procedure di risoluzione dopo aver accertato il ricorrere dei presupposti di cui all'art. 17 del D. Lgs. 180/2015, e cioè dopo avere: "*verificata la situazione di dissesto;* [che] *non sussistono misure alternative di vigilanza ovvero di mercato, attuabili in tempi adeguati, per superare tale situazione;* [che] *ricorre l'interesse pubblico, atteso che la risoluzione è necessaria e proporzionata al perseguimento dei relativi obiettivi e che la procedura di liquidazione coatta amministrativa è inidonea a conseguirli nella medesima misura*", così nel provvedimento di avvio della risoluzione di Banca delle Marche S.p.A..

classe 2, computabili nei fondi propri. Le aziende delle banche in risoluzione furono trasferite ognuna a un diverso ente ponte, avente la stessa denominazione della banca cedente preceduta dall'aggettivo "Nuova"[548]; il capitale degli enti ponte fu sottoscritto dalla Banca d'Italia[549], utilizzando le risorse del Fondo di Risoluzione. L'operazione avvenne ai sensi dell'art. 43, comma 1, lett. b), del D. Lgs. 180/2015, che prevede la cessione all'ente ponte di "*tutti i diritti, le attività o le passività, anche individuabili in blocco, di uno o più enti sottoposti a risoluzione, o parte di essi*". Dalla cessione furono esclusi i debiti subordinati non computabili nei fondi propri emessi dalla banca in risoluzione. I crediti in sofferenza delle quattro banche in dissesto furono trasferiti ad una *bad bank* appositamente costituita, denominata REV - gestione crediti S.p.A, il cui capitale sociale era detenuto dalla Banca d'Italia. A seguito della cessione del loro intero patrimonio, le banche in dissesto furono poste in liquidazione coatta amministrativa. A conclusione del programma di risoluzione gli enti ponte persero questa loro qualifica perché la partecipazione totalitaria detenuta dal Fondo Nazionale di Risoluzione nel

---

[548] Contestualmente, la Banca d'Italia procedette, tra l'altro: all'approvazione degli statuti delle singole banche ponte, con l'obiettivo di assicurare la continuità dei servizi creditizi e finanziari delle banche in risoluzione e la loro successiva collocazione sul mercato; all'approvazione della strategia e del profilo di rischio delle singole banche; all'individuazione delle eventuali restrizioni all'attività dell'ente ponte per assicurare il rispetto della disciplina degli aiuti di Stato.

[549] Il capitale sociale degli enti ponte fu stabilito per Nuova Cassa di risparmio di Ferrara S.p.A. in 191.000.000 euro; per la Nuova Banca delle Marche S.p.A in 1.041.000.000 euro: per la Nuova Banca dell'Etruria e del Lazio S.p.A., in 442.000.000 euro e per la Nuova Cassa di risparmio della provincia di Chieti S.p.A. in 141.000.000 euro (cfr, art. 1 comma 3 d.l. 183/2015). Nel complesso l'impegno finanziario del fondo risoluzione è stato previsto di circa 3,6 miliardi di euro, impiegati per 1,7 miliardi a copertura delle perdite delle banche in dissesto, 1,8 per la ricapitalizzazione degli enti ponte e 140 milioni per dotare la *bad bank* del capitale minimo necessario per operare, cfr. BANCA D'ITALIA *Informazioni sulla soluzione delle crisi di Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, CariChieti, Cassa di Risparmio di Ferrara*. Poiché il fondo di risoluzione fu istituito il 18 novembre 2018 (Provvedimento della Banca d'Italia n. 1226609/15 del 18 novembre 2015, disponibile all'indirizzo internet: https://www.bancaditalia.it/compiti/risoluzione-gestione-crisi/provvedimenti-crisi/2015/provv-generali/fondo-nazionale/index.html) la liquidità necessaria fu anticipata da tre banche a tassi di mercato per una durata di 18 mesi.

capitale della banca ponte la Nuova Cassa di risparmio di Ferrara fu ceduta a BPER Banca S.p.A. mentre a UBI Banca S.p.A. fu ceduta la partecipazione nelle altre tre banche[550].

I programmi di risoluzione delle quattro banche si svolsero contemporaneamente e in un ristretto arco temporale[551]. È evidente che quel procedere a tappe forzate fu anche dettato dalla preoccupazione, sia dell'autorità di risoluzione sia del governo - che con il D.L. 183/2015 fornì "*alcune norme procedimentali volte ad agevolare la tempestiva ed*

[550] Cfr. V. BAGLIONI, *La gestione delle crisi bancarie tra regole e discrezionalità,* in *Osservatorio Monetario*, Università cattolica del Sacro Cuore, Milano, 2017, n. 3.

[551] Sottolinea la celerità delle procedure di risoluzione G. SANTONI, *Tre interrogativi sull'operazione di salvataggio delle quattro banche. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio»*, in *Riv. dir. banc.*, 11, 2016, 1 ss. http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/g._santoni_tre_interrogativi_sulloperazione_di_salvataggio_delle_quattro_banche._scritto_per_il_convegno_salvataggio_bancario_e_tutela_del_risparmio_2016_0_0.pdf . Per i provvedimenti emanati dalla Banca d'Italia per la risoluzione delle Quattro Banche si rinvia all'indirizzo: https://www.bancaditalia.it/compiti/risoluzione-gestione-crisi/provvedimenti-crisi/ricerca/ricerca.html?min_anno_pubblicazione=2015&max_anno_pubblicazione=2015.

efficace attuazione dei programmi di risoluzione"[552] - di tutelare, finché erano in tempo, i depositanti sopra i 100 mila euro e gli obbligazionisti non subordinati[553].

Sebbene nell'esecuzione delle operazioni relative agli istituti in risoluzione le casse pubbliche non siano state chiamate ad alcun esborso diretto - in quanto la parte del costo non sopportato dagli azionisti e dagli obbligazionisti subordinati fu sostenuto dal fondo di risoluzione, cioè dallo stesso sistema bancario - per la soluzione della crisi delle banche in questione fu necessario superare comunque la valutazione della Commissione europea circa la loro compatibilità con la normativa europea sugli aiuti di Stato[554]. Al riguardo, occorre evidenziare che non avrebbe comportato alcun onere per lo Stato nemmeno la

---

[552] CAMERA DEI DEPUTATI, *Relazione al Disegno di legge di Conversione in legge del decreto-legge 22 novembre 2015, n. 183, recante disposizioni urgenti per il settore creditizio*, Presentato il 23 novembre 2015, atto n. 3446, 2, http://documenti.camera.it/_dati/leg17/lavori/stampati/pdf/17PDL0036870.pdf. Il d. l. 183/2015 non venne convertito in legge, tuttavia l'art. 1, comma 854, della legge 28 dicembre 2015, n. 208 dispose che restassero validi gli effetti degli atti compiuti e dei provvedimenti adottati durante la sua vigenza.

[553] Sul punto si veda BANCA D'ITALIA, *Domande e risposte sulla soluzione delle crisi delle quattro banche poste in "risoluzione"*, cit.; F. CAPRIGLIONE, *Luci e ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi*. Scritto per il Convegno *Salvataggio bancario e tutela del risparmi,* cit., 6, pur riconoscendo che la procedura seguita ha evitato di intaccare i diritti patrimoniali di quelli che egli definisce risparmiatori inconsapevoli, cioè i depositanti sopra i 100 mila euro e obbligazionisti non subordinati, ritiene, tuttavia, che "*la situazione complessiva (rectius: le modalità) in cui si sono svolti gli eventi sopra rappresentati evidenzia un sostanziale spostamento della questione che ci occupa dal piano della tecnica a quello della politica, la quale avrebbe potuto/dovuto sul punto insistere su una diversa interpretazione della nozione di «aiuti di Stato» per risolvere, con le tradizionali tecniche di cui sopra si è detto, i 'commissariamenti' delle quattro banche in crisi. Ciò, accettando anche il rischio di una 'procedura d'infrazione' ovvero invocando il riconoscimento, da parte dell'UE, nella definizione della questione, di margini di flessibilità che – nonostante le continue richieste avanzate dai nostri vertici governativi - al bisogno si risolvono spesso in un mero* wishful thinking*".*

[554] La Commissione europea stabilì che l'intervento del Fondo nazionale di risoluzione era compatibile con la disciplina sugli aiuti di Stato con quattro decisioni, assunte tutte il 22 novembre 2015, così contrassegnate: SA39543-2015/N per Banca delle Marche S.p.A.; SA 41134-2015/N per Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio – Società cooperativa; SA 41925-2015/N per Cassa di risparmio di Ferrara S.p.A.; SA43547-2015/N per Cassa di risparmio della provincia di Chieti S.p.A.

ricapitalizzazione delle quattro banche effettuata con risorse del FITD. La Commissione aveva però già considerato non compatibile con la normativa sugli aiuti di Stato un precedente intervento di ricapitalizzazione del FITD, nonostante esso avesse manifestato la disponibilità ad effettuare interventi di ricapitalizzazione nel rispetto del principio del *burden sharing*[555], attraverso la partecipazione degli azionisti delle banche a copertura delle perdite, e di quello del *no creditor worse off*. Quegli interventi potevano ritenersi compatibili con l'impiego dei fondi dei sistemi di garanzia dei depositi previsti dall'art. 11, par. 3, della Direttiva europea di disciplina degli interventi di tali sistemi[556]. Come è ben evidente, questa strategia avrebbe comunque richiesto il sacrificio degli azionisti degli istituti in dissesto, ma avrebbe consentito una maggiore tutela degli obbligazionisti subordinati[557], anche se questi ultimi avrebbero potuto assistere ad una loro trasformazione da creditori a soci delle banche. Questo esito avrebbe avuto come corollario il venir meno, o quanto meno un forte contenimento, delle occasioni di

---

[555] Sulle iniziative avviate dal FITD per il salvataggio delle quattro banche cfr. S. BONFATTI, *La responsabilità degli "enti ponte" (e delle banche incorporanti) per le pretese risarcitorie nei confronti delle "quattro banche" (vantate dagli azionisti "risolti", e non solo)*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, I, 406 ss.; S. MACCARONE *I sistemi di garanzia dei depositi nel contesto regolamentare europeo*, relazione al convegno Meccanismo unico di risoluzione: sfide e opportunità per il sistema bancario nazionale, Università di Siena 16 maggio 2016, https://www.disag.unisi.it/sites/st07/files/allegatiparagrafo/24-05-2016/maccarone_s_i_sistemi_di_garanzia_dei_depositi_nel_contesto_regolamentare_europeo_siena_13_maggio_2016_0.pdf

[556] Ci si riferisce, ovviamente, alla Direttiva 2014/49/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi, pubblicata in G.U.U.E., L 173/149 del 2.6.2014. Sul punto cfr. L. SCIPIONE, *Crisi bancarie e disciplina degli aiuti di Stato. Il caso italiano: criticità applicative e antinomie di una legislazione d'emergenza*, in *Innovazione e diritto*, 2, 2017, 318 ss. https://www.iris.unina.it/retrieve/handle/11588/702637/186592/Innovazione_Diritto_2017_05_13.pdf.

[557] I detentori di obbligazioni subordinate delle quattro banche erano circa 10.500, per un valore totale dei titoli di 789 milioni; quasi la metà di questo valore era nei portafogli di investitori istituzionali o professionali. Il valore delle obbligazioni subordinate detenute dagli investitori delle quattro banche costitutiva circa l'1,2% del totale dei 67 miliardi di euro dell'importo totale di questi titoli che risultavano, al 31 ottobre 2015, essere stati emessi dalle banche italiane. cfr. BANCA D'ITALIA, *Domande e risposte sulla soluzione delle crisi delle quattro banche poste in "risoluzione"*, documento disponibile all'indirizzo, https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/d-e-r-quattro-banche/index.html#faq8761-21.

contenzioso ed avrebbe, probabilmente, evitato che lo Stato fosse indotto a promuovere la costituzione di un Fondo di solidarietà, su cui si tornerà più diffusamente oltre, per ristorare i detentori delle obbligazioni subordinate che si ritenevano vittime di pratiche di *misselling* delle quattro banche[558][559].

---

[558] Il termine *misselling* è impiegato per classificare un ventaglio molto ampio di circostanze, che vanno ben al di là della vendita di strumenti finanziari in violazione delle regole di correttezza previste dalla normativa. L'impiego estensivo del termine porta a considerare misselling la stessa vendita di obbligazioni subordinate a risparmiatori e investitori al dettaglio. Götz M. R., Tröger T. H., *op. cit.*, partendo dall'affermazione che i possessori delle passività assoggettabili a bail-in debbano essere "(a) sophisticated investors, which are (b) active outside the banking sector and are (c) not subject to an asset-liability mismatch due to their investment strategy" (p. 6), giungono alla conclusione che "*an important prerequisite for the efficiency of bail-in as a regulatory tool is that debt holders are able to bear the cost of a bail-in. Examining European banks' subordinated debt we caution that households may be investors in bail-in able bonds. Since households do not fulfil the aforementioned prerequisite, we argue that European bank supervisors need to ensure that banks' bail-in bonds are held by sophisticated investors. Existing EU market regulation insufficiently addresses mis-selling of bail-in instruments*" (p. 2). Gli autori citati ritengono che "private enforcement is generally inapt to effectively prevent mis-selling" (p.17), sebbene essa sia ritenuta un ostacolo all'efficace applicazione del bail-in, come dimostrerebbero i casi dell'Italia e del Portogallo (p. 6). Questa forma estrema di mis-selling dovrebbe, pertanto essere il risultato di un'imposizione pubblica, la cui competenza dovrebbe essere attribuita a "those authorities that administer the bail in-tool in all other dimensions and thus dispose of all relevant bank-level information needed to identify mis-selling early. Hence, intervention powers should be given to resolution authorities" (p.17). Pur non essendo questa la sede per un approfondimento della questione, ci si può, tuttavia, chiedere se opportuno attribuire all'autorità di risoluzione anche la possibilità di intervenire sulla composizione del passivo di un istituto di credito.

[559] Tale fenomeno ha avuto una portata diffusa anche in altri Paesi, in merito si v. P. H. CONAC, *Mis-selling of Financial Products: Subordinated Debt and Self-placement*, European Parliament, Policy Department A: Economic and Scientific Policy, IP/A/ECON/2016-17, June 2018, http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/618994/IPOL_STU(2018)618994_EN.pdf.. Per un approfondimento al riguardo, si veda tra gli altri BETTER FINANCE, *A major enforcement issue: the mis-selling of financial products*, in *Briefing Paper*, Brussels, April 2017, https://betterfinance.eu/wp-content/uploads/publications/Misselling_of_Financial_Products_in_the_EU_-_Briefing_Paper_2017.pdf; E. CARLETTI, D. MASCIANDARO, *Should the marketing of subordinated debt be restricted/different in one way or the other? What to do in the case of mis-selling?*, European Parliament, Economic Governance Support Unit, 2016, reperibile all'indirizzo internet:

4. Il dissesto delle Banche Venete e la strada della liquidazione coatta amministrativa.

Nel panorama degli istituti di credito in gravi difficoltà finanziarie che ha caratterizzato il sistema bancario italiano, l'altro importante intervento ha riguardato le cosiddette Banche Venete, cioè Veneto Banca S.p.A. e Banca Popolare di Vicenza S.p.A e gli enti creditizi da esse posseduti o controllati[560]. Nel tentativo di rimediare alle gravi deficienze patrimoniali riscontrate dall'analisi dei rispettivi bilanci furono attuate diverse operazioni di ricapitalizzazione[561], tra le quali, particolare interesse hanno registrato quelle che hanno visto impegnato il Fondo Atlante[562]. L'immissione di capitali freschi non sortì

---

http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2016/497756/IPOL_IDA(2016)497756_EN.pdf; A. RESTI, *Should the marketing of subordinated debt be restricted/different in one way or the other? What to do in the case of mis-selling?*, European Parliament, Economic Governance Support Unit, 2016, reperibile all'indirizzo internet: http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2016/497754/IPOL_IDA(2016)497754_EN.pdf.

[560] Al riguardo A. BROZZETTI, *Una soluzione* ad hoc *per il dissesto di due banche venete*, in *Riv. dir. banc. merc. fin.*, 3, 2017, II, 119 ss.

[561] Sulle vicende che hanno preceduto la liquidazione delle banche venete si v. L. ERZEGOVESI, *Il Decreto di salvataggio delle banche venete: una via d'uscita dal labirinto della BRRD*, in *Riv. dir. banc.*, 1 ss. Per una ricostruzione della vicenda delle due banche prima della loro liquidazione si veda anche BANCA D'ITALIA, *Nota tecnica trasmessa dalla Banca d'Italia alla Commissione d'inchiesta del Consiglio Regionale del Veneto*, 15 aprile 2016, disponibile all'indirizzo internet: https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/lettera-commissione-veneto/index.html; CONSIGLIO REGIONALE VENETO, *Commissione d'Inchiesta sui gravi fatti riguardanti il sistema bancario in Veneto. Relazione finale, in esecuzione del mandato conferito alla Commissione d'Inchiesta sui gravi fatti riguardanti il sistema bancario in Veneto istituita con deliberazione del Consiglio Regionale n. 205 del 21 dicembre 2017*, disponibile all'indirizzo internet: https://www.claudiosinigaglia.com/wp-content/uploads/2019/02/relazione-finale-commissione-banche_proposta-di-relazione-finale.pdf

[562] Sulle vicende relative al Fondo Atlante cfr. F. FIORAVANTI, *Fondo Atlante bancario. Tra salvataggio pubblico e intervento dei privati*, in *Amministrazione in cammino*, 18 ottobre 2016. Per una posizione dubbiosa su questo strumento vi veda F. VELLA, *Banche italiane e crediti deteriorati. Alla ricerca di soluzioni efficienti e orientate alla crescita*, in Bancaria, n. 5, 2017; critico sullo strumento anche F. CAPRIGLIONE, *Una cura inadeguata per i mali del sistema bancario italiano: il Fondo Atlante*, in *Riv. dir.*

tuttavia i risultati sperati e si rese dunque necessario un intervento delle autorità italiane per la gestione delle due situazioni di crisi. Poiché, prima del loro dissesto, i due enti erano classificati banche a rilevanza significativa[563], e come tali ricadevano sotto la vigilanza diretta della Banca centrate europea (BCE), le decisioni sulle procedure da attivare per affrontare la loro situazione era demandata alle decisioni del Meccanismo unico di risoluzione[564]. La decisione fu che "*there are no alternative supervisory or private sector measures which could prevent the failure of the banks. Upon careful consideration whether resolution action is necessary and proportionate to safeguard the objectives set out in the Banking Union resolution framework, the SRB has today*

---

banc., 2016, 1 ss., disponibile all'indirizzo internet: http://www.dirittobancario.it/editoriali/francesco-capriglione/una-cura-inadeguata-i-mali-del-sistema-bancario-italiano-il-fondo-atlante.

[563] L'elenco dei soggetti vigilati direttamente dalla Banca Centrale Europea, aggiornato al 4 settembre 2014, è consultabile all'indirizzo internet: https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm-listofsupervisedentities1409it.pdf.

[564] Il Meccanismo di Risoluzione Unico, come noto, rappresenta il secondo pilastro dell'Unione bancaria ed è nato dall'esigenza da parte del legislatore europeo di garantire una uniforme gestione delle crisi degli istituti creditizi. Il Meccanismo di Risoluzione Unico, è composto da un'autorità centrale - il Comitato di Risoluzione Unico, istituito con il Regolamento n. 806/2014 con la veste giuridica di agenzia dell'Unione europea -, e dalle autorità nazionali di risoluzioni, (sul punto si v. M. MACCHIA, *Il Single Resolution Board*, in M. P. Chiti e V. Santoro (a cura di), *L'unione bancaria europea*, Ospedaletto, 2016, 321 ss.). Le preoccupazioni in merito alla legittimità di questo organismo hanno indotto il legislatore europeo a delineare una procedura complessa, che nel caso dell'adozione di decisioni di carattere discrezionali, vede il coinvolgimento della Banca Centrale Europea, della Commissione europea, del Consiglio europeo oltre che, naturalmente, del Comitato di Risoluzione Unico (al riguardo cfr. C. BRESCIA MORRA, *La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa*, in *Banca Impresa Società*, 1, 2015, 86). Il potere di avviare il processo di risoluzione è, infatti, attribuito alla Banca Centrale Europea a cui spetta il compito di verificare se un istituto di credito risulti in dissesto o a rischio dissesto; qualora il Comitato di Risoluzione Unico ritenga che la situazione rilevata dalla BCE, rappresenti una minaccia per la stabilità del sistema finanziario europeo che non può essere risolta ricorrendo al mercato, le misure individuate per intervenire sulla situazione sono sottoposte soggette al vaglio della Commissione europea che ne valuta la compatibilità con la disciplina in materia di aiuti di Stato (critico sull'articolazione dei poteri all'interno del Meccanismo Unico di Risoluzione, G. FORESTIERI, *L'Unione Bancaria Europea e l'impatto sulle banche*, in *Banca Impresa Società*, 3, 2014, 493, il quale evidenzia il rischio che i processi decisionali si dilunghino eccessivamente "*rispetto alla rapidità di innesco e di contagio con cui si manifestano le situazioni di crisi*").

concluded that for these two banks, resolution action is not warranted in the public interest. In particular, neither of these banks provides critical functions, and their failure is not expected to have significant adverse impact on financial stability. As a result, the banks will be wound up under normal Italian insolvency proceedings"[565].

Pertanto, a seguito dell'accertamento del rischio di dissesto ai sensi dell'articolo 18, paragrafo 1, lettera *a)*, del Regolamento (UE) n. 806/2014 e l'assenza di un interesse pubblico, con i decreti n. 185 e 186 del 25 giugno 2017 del Ministero dell'Economia e delle Finanze fu disposto, su proposta della Banca d'Italia, di assoggettare Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca alla procedura di liquidazione coatta amministrativa, ai sensi dell'articolo 80, comma 1, del Testo Unico Bancario[566]. Contestualmente il legislatore

---

[565] COMITATO DI RISOLUZIONE, *The SRB will not take resolution action in relation to Banca Popolare di Vicenza and Veneto Banca*, Brussels, 23 June 2017, disponibile all'indirizzo internet: https://srb.europa.eu/en/node/341. Per il dettaglio delle decisioni assunte dal Comitato Unico di Risoluzione nei confronti delle Banche Venete si rinvia a SINGLE RESOLUTION BOARD: Decision of 23 June 2017 concerning the assessment of the conditions for resolution in respect of Veneto Banca S.p.A (SRB/EES/2017/11), https://srb.europa.eu/sites/srbsite/files/srb-ees-2017-11_non-confidential.pdf; Decision of 23 June 2017 concerning the assessment of the conditions for resolution in respect of Banca Popolare di Vicenza S.p.A. (SRB/EES/2017/12), https://srb.europa.eu/sites/srbsite/files/srb-ees-2017-12_non-confidential.pdf. L'assenza dell'interesse pubblico fu desunta dalla ridotta rilevanza di entrambe le banche nel mercato del credito per il sistema bancario sia italiano sia veneto. La Commissione europea, nella decisione che ha autorizzato l'intervento dello Stato italiano nella soluzione delle due crisi, aveva evidenziato che Banca Veneto e Banca Popolare di Vicenza detenevano ognuna una quota del mercato dell'1% sia depositi sia dei prestiti a livello nazionale, mentre sul mercato regionale Veneto Banca deteneva il 4% e il 5% rispettivamente dei depositi e dei prestiti e Banca Popolare di Vicenza il 4,5% e il 6,5%. Al riguardo cfr. la decisione della Commissione europea, State Aid SA. 45664 (2017/N) – Italy – Orderly liquidation of Banca Popolare di Vicenza and Veneto Banca – Liquidation aid, punti 9 e 14, 25.6.2017. C(2017) 4501 final.

[566] Riguardo al funzionamento della procedura di liquidazione coatta amministrativa si v. S. BONFATTI, *Liquidazione coatta amministrativa*, in R. Costi e F. Vella, *Commentario breve al testo unico bancario*, Padova, 2019, 416 ss.

emanò il decreto legge 25 giugno 2017, n. 99[567], convertito con modifiche in legge 31 luglio 2017, n. 121, con l'intenzione di evitare "*l'ordinaria procedura di liquidazione in forma atomistica [che] determinerebbe gravissimi pregiudizi per l'economia: è quindi opportuno individuare una soluzione che consenta di gestire la crisi dei due gruppi con strumenti aggiuntivi rispetto a quelli previsti dal testo unico bancario. Infatti, in assenza di misure pubbliche di sostegno, la sottoposizione delle Banche a liquidazione coatta amministrativa potrebbe comportare una distruzione del valore delle aziende bancarie coinvolte, con conseguenti gravi perdite per gli operatori non professionali creditori chirografari, che non sono protetti né preferiti, e imporrebbe un'improvvisa cessazione dei rapporti di affidamento creditizio per imprese e famiglie, con conseguenti forti ripercussioni negative sul tessuto produttivo e sociale nonché occupazionali*"[568]. L'intento del legislatore era, evidentemente, quello di delineare una soluzione della crisi delle due banche che: ne preservasse il valore, o, per meglio dire, che non ne distruggesse ulteriormente; contenesse gli effetti negativi sull'economia reale e, soprattutto, su quella della regione, ma anche consentisse di tutelare i diritti dei detentori di ben individuate categorie di crediti.

La messa in liquidazione dei due istituti di credito è, infatti, avvenuta limitando il riscorso al potere di conversione e svalutazione agli strumenti di capitali e ai soli debiti subordinati, evitando dunque che i titolari dei debiti *senior* potessero essere chiamati a sopportare i costi della procedura. L'apporto finanziario derivante dall'incisione dei diritti

---

[567] Decreto legge 25 giugno 2017, n. 99, Disposizioni urgenti per la liquidazione coatta amministrativa di Banca Popolare di Vicenza S.p.A. e di Veneto Banca S.p.A. convertito con modificazioni dalla L. 31 luglio 2017, n. 121, GU Serie Generale n.146 del 25-06-2017. Per un'analisi del decreto legge e del contesto normativo di sostegno al sistema bancario in cui esso si inserisce cfr. A. BROZZETTI, *Una soluzione ad hoc per il dissesto delle due banche venete*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 3, 2017, 119 ss., disponibile all'indirizzo internet: https://www.dirittobancaemercatifinanziari.it/wp-content/uploads/2019/01/Una-soluzione-ad-hoc-per-il-dissesto-di-due-banche-venete.pdf; della stessa si veda anche ID., *Il Decreto Legge n. 99/2017: un'altra pietra miliare per la "questione bancaria" italiana*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 1, 2018, 24 ss.

[568] Al riguardo si v. la Relazione illustrativa al Disegno di legge n. 4565 relativo alla: "Conversione in legge del decreto-legge 25 giugno 2017, n. 99, recante disposizioni urgenti per la liquidazione coatta amministrativa di Banca Popolare di Vicenza S.p.A. e di Veneto Banca S.p.A.".

patrimoniali dei possessori delle passività citate non risultò sufficiente a garantire l'avvio e l'ordinato svolgimento delle procedure di liquidazione delle banche. È stato quindi necessario che gli ulteriori costi per assicurare il buon esito della liquidazione degli istituti fossero sostenuti dalle autorità italiane; la Commissione europea autorizzò a destinare alle procedure di liquidazione coatta amministrativa delle due banche apporti di capitale per complessivi 5,2 miliardi di euro e ad assumere garanzie per un massimo di 12 miliardi di euro[569].

Nel caso delle due Banche Venete le autorità competenti ritennero che la loro ordinata uscita dal mercato potesse avvenire con la cessione delle parti sane delle due aziende bancarie a soggetti interessati alla loro acquisizione, da individuare attraverso una procedura aperta, concorrenziale e non discriminatoria[570]. Il decreto legge 99/2017 attribuiva ai commissari liquidatori delle due banche la possibilità di cedere "*l'azienda, suoi singoli rami, nonché beni, diritti e rapporti giuridici individuabili in blocco, ovvero attività e passività, anche parziali o per una quota di ciascuna di esse, di uno dei soggetti in liquidazione o di entrambi*"[571]. Relativamente agli elementi che effettivamente

[569] La Commissione europea ha ritenuto questi interventi compatibili con la normativa europea sugli aiuti di Stato ai sensi dell'art. 107, c. 3, lett. b), del TFUE che consente la concessione di un contributo pubblico per rimediare ai rischi di turbolenze dell'economia della Stato. La Commissione rilasciò l'autorizzazione richiamando la sua settima Comunicazione sul settore bancario del luglio 2013, nella quale si riconosce che "*Member States shouldencourage the exit of non-viable players, while allowing for the exit process to take place in an orderly manner so as to preserve financial stability*" e dopo aver ricevuto assicurazioni che "*The Italian authorities also submit that the measures ensure full burden-sharing by the shareholders and subordinate creditors of VB and BPV who will be left in the residual entities and will be subordinated to the claims of the Italian State on the remaining assets so that they will effectively absorb losses*" come riportato ai punti 45 e 97 della citata decisione della Commissione europea, State Aid SA. 45664 (2017/N). La decisione è stata aspramente criticata dalla dottrina spagnola, al riguardo si v. S. MACCARONE, *La gestione delle crisi bancarie tra diritto europeo e norme interne*, in *Riv. dir. banc. merc. fin*., 1, 2018, 14, nt. 11.

[570] In questi termini si è espresso il legislatore all'art. 3 del decreto legge 25 giugno 2017, n. 99. Sul punto si v. G. FEDERICO, *Crisi delle banche venete ed "aiuti di Stato"*, in *Questione Giustizia*, 3, 2017, 220.

[571] Il d.l. stabilisce che nella cessione delle due aziende bancarie non si applica il comma 2 articolo 90 del T.U.B. Evidentemente l'inapplicabilità di questa norma non si riferisce alla disposizione che consente ai liquidatori di cedere attività e passività, l'azienda, rami d'azienda nonché beni e rapporti giuridici

avrebbero potuto fare parte della cessione, il legislatore escluse espressamente dal trasferimento, anche in deroga all'articolo 2741 del Codice civile, oltre che gli strumenti di capitale e quelli rappresentanti una passività subordinata dell'ente[572], anche "*i debiti delle Banche nei confronti dei propri azionisti e obbligazionisti subordinati derivanti dalle operazioni di commercializzazione di azioni o obbligazioni subordinate delle Banche o dalle violazioni della normativa sulla prestazione dei servizi di investimento riferite alle medesime azioni o obbligazioni subordinate, ivi compresi i debiti in detti ambiti verso i soggetti destinatari di offerte di transazione presentate dalle banche stesse*"[573]. In capo alla banca cedente sarebbero rimaste, "*le controversie relative ad atti o fatti occorsi prima della cessione, sorte successivamente ad essa, e le relative passività*"[574].

Come è noto le disposizioni contenute nel decreto legge hanno creato le condizioni affinché l'Istituto di credito Intesa - SanPaolo S.p.A. acquisisse le attività di Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza ottenendo in cambio un contributo finanziario e il rilascio di altre garanzie da parte dello Stato[575]; come previsto dall'art. 5 del d. l. 99/2017 i crediti deteriorati, i beni, i contratti e i rapporti giuridici accessori o connessi ad essi

---

individuabili in blocco, bensì a quella che subordina la cessione "*al parere favorevole del comitato di sorveglianza e previa autorizzazione della Banca d'Italia*".

[572] Per la loro individuazione dettagliata la norma in commento rinvia alle passività indicate all'articolo 52, comma 1, lettera a, punti *i), ii), iii), iv)* del D. Lgs. 180/2015, che sono quelle il cui valore, in caso di *bail-in*, viene ridotto fino a concorrenza delle perdite.

[573] Cfr. art. 3, c. 1, lett. b), del decreto legge 25 giugno 2017, n. 99. Secondo A. A. DOLMETTA e U. MALVAGNA, *"Banche Venete" e problemi civilistici di lettura costituzionale del decreto legge n. 99/2017*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, I, 303 ss., la norma evidenzia che a pesare nella crisi delle due banche "*non sono state solo le irregolarità sul lato degli impieghi, ma pure quelle accumulatesi sul lato della provvista*" (p. 306), ove è stata svolta un'attività "contra legem *a livello (evidentemente non isolato ma) imprenditoriale*", (p. 305).

[574] Cfr. art. 3, c. 1, lett. b), del decreto legge 25 giugno 2017, n. 99, Sulla difficoltà interpretativa della norma cfr. A. A. DOLMETTA e U. MALVAGNA, *op. ult. cit.,* 311 ss.

[575] Il dettaglio degli aiuti forniti dallo Stato è riportato all'art. 4 del decreto legge 25 giugno 2017, n. 99.

sono stati ceduti alla Società per la Gestione delle Attività - S.G.A S.p.A., cioè alla *bad bank* di proprietà del Ministero dell'economia e delle finanze. Sebbene ricorrendo a strumenti diversi, la vicenda delle Banche Venete ha trovato un epilogo non dissimile da quello degli istituti posti in risoluzione. Il confronto tra i due gruppi di banche mette in luce che la distinzione tra risoluzione e liquidazione coatta amministrativa, che sul versante giuridico appare evidente, nella prassi operativa delle due procedure sfuma e la liquidazione coatta amministrativa può produrre lo stesso esito della garanzia delle continuità delle funzioni delle banche in crisi, che dovrebbe essere l'obiettivo tipico della risoluzione[576]. Superato lo scoglio della disciplina degli aiuti di Stato, l'applicazione del d. l. 99/2017 ha consentito "*il risultato del superamento o comunque la soluzione al dissesto, senza incorrere negli effetti negativi che si accompagnano di regola ad una liquidazione atomistica*"[577].

Rispetto ai provvedimenti emanati dalla Banca d'Italia per la cessione delle aziende bancarie delle Quattro Banche, le disposizioni dettate dal legislatore per risolvere la crisi delle Banche Venete presentano un maggior grado di dettaglio e precisione nell'individuare i rapporti giuridici esclusi dal trasferimento. Probabilmente la maggiore attenzione che è stata posta nel definire il perimetro delle cessioni è il risultato dell'esperienza maturata con la gestione della risoluzione delle Quattro Banche relativamente al contenzioso che ne è conseguito. Al riguardo, occorre sottolineare infatti come gli investitori che si siano ritenuti danneggiati dalla risoluzione delle Quattro

---

[576] Sul punto cfr. M. RISPOLI FARINA, *La soluzione della crisi delle banche venete nell'ambito della procedura di risanamento e risoluzione delle banche italiane. Uno sguardo di insieme*, in *Innovazione & Diritto*, 2, 2018, 29 s.

[577] M. RISPOLI FARINA, *La soluzione della crisi del Monte paschi di Siena e delle banche venete nell'ambito della procedura di risanamento e risoluzione delle banche italiane. Uno sguardo di insieme*, in Studi Sanesi, CXXX (III SERIE, LXVII), 3, 2018, 476. Come stato fatto notare da A. PEZZUTO, *La liquidazione delle banche venete*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, 1, "*la liquidazione atomistica avrebbe comportato il rientro immediato dei prestiti erogati alla clientela e il congelamento dei depositi (esclusi quelli di importo inferiore a 100 mila euro) e di altri passività, che vengono rimborsati dal FITD, con ripercussioni negative sui livelli occupazionali e produttivi*", disponibile all'indirizzo internet: http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/crisi-bancarie/la-liquidazione-delle-banche-venete

Banche abbiano promosso numerose vertenze, sia davanti alla giustizia ordinaria che a quella privata, al fine di fare dichiarare la responsabilità patrimoniale degli enti cessionari per le azioni risarcitorie aventi ad oggetto i comportamenti tenuti dalle cedenti, anche per quelle eventualmente esperite in un momento successivo a quello del trasferimento.

Relativamente alla posizione degli obbligazionisti subordinati delle Banche Venete, occorre rilevare che le modalità con cui sono state gestite le crisi degli istituti hanno condotto a risultati analoghi a quelli prodotti a seguito della risoluzione delle Quattro Banche. Anche in questo caso, i possessori di passività subordinate o hanno subito l'azzeramento delle proprie pretese patrimoniali oppure sono stati esclusi dalla cessione. L'esclusione dalla cessione ha comportato che essi continuassero ad essere creditori delle banche poste in liquidazione, al pari degli altri crediti non ceduti[578]. Per tutti loro la possibilità di un (almeno) parziale recupero degli investimenti, sulla base ovviamente delle priorità previste dalla legge fallimentare, è principalmente affidata ai ricavi provenienti dalla gestione dei crediti deteriorati ceduti alla S.G.A. S.p.A.[579]. La cessione dei crediti deteriorati è infatti avvenuta a fronte di un corrispettivo rappresentato da un

---

[578] Sul punto, cfr. M. CASTIGLIONI, *I diritti degli azionisti e degli obbligazionisti nel caso di dissesto o procedure di liquidazione di banche e società. Il caso della liquidazione coatta amministrativa di Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza*, in *Magistra Banca e Finanza*, 14 luglio 2017, https://www.tidona.com/i-diritti-degli-azionisti-e-degli-obbligazionisti-nel-caso-di-dissesto-o-procedure-di-liquidazione-di-banche-e-societa-il-caso-della-liquidazione-coatta-amministrativa-di-veneto-banca-e-banca-popolar/

[579] Secondo quanto riportato a pagina 5 della Relazione tecnica al disegno di legge avente ad oggetto la conversione in legge del decreto-legge 25 giugno 2017, n. 99, recante disposizioni urgenti per la liquidazione coatta amministrativa di Banca Popolare di Vicenza S.p.A. e di Veneto Banca S.p.A., i recuperi sui crediti deteriorati rientranti tra gli attivi in liquidazione, di cui beneficerebbe nel tempo lo Stato, ammonterebbero complessivamente a 9,6 miliardi, di cui 4,2 miliardi a valere sulle sofferenze e 5,4 miliardi a valere sulle inadempienze probabili. Il testo del documento è disponibile all'indirizzo internet: http://documenti.camera.it/_dati/leg17/lavori/stampati/pdf/17PDL0053070.pdf

credito della liquidazione coatta amministrativa pari al valore contabile dei beni e dei rapporti giuridici ceduti alla *bad bank*[580].

Sebbene sull'argomento si tornerà più dettagliatamente in seguito, occorre in questa sede evidenziare come ai titolari degli strumenti di debito subordinato in possesso di determinati requisiti è stata data la possibilità di ottenere un indennizzo erogato da un Fondo di solidarietà. Il ricorso a questo, e agli altri strumenti di ristoro statali, non ha ovviamente, impedito ai detentori delle passività che avessero ritenuto di avere subito un danno patrimoniale di cercare di far valere le proprie ragioni in sede giudiziaria.

5. Brevi cenni sulla giurisdizione amministrativa e la tutela offerta avverso i provvedimenti della risoluzione.

La decisione di disporre la risoluzione delle Quattro Banche e i successivi provvedimenti adottati dalla Banca d'Italia conformemente alla strategia delineata per gestire l'uscita dal mercato degli istituti in dissesto ha, evidentemente, avuto un'incidenza negativa sulla posizione dei soci e dei creditori subordinati delle banche coinvolte, i quali hanno subito l'azzeramento del valore degli strumenti sottoscritti. In proposito, occorre evidenziare che sebbene l'autorità di risoluzione avesse disposto il *write down* delle sole obbligazioni subordinate incluse nei fondi propri dell'ente, anche quelle in essi non computabili hanno subito una sorte pressoché identica, poiché, essendo state escluse dal trasferimento all'ente ponte, sono rimaste nella banca in dissesto.

Azionisti e creditori subordinati degli istituti posti in risoluzione hanno dunque cercato di far valere le proprie ragioni, dapprima e senza successo, avanti al giudice amministrativo per ottenere l'annullamento dei provvedimenti emanati dalla Banca d'Italia, o quantomeno il risarcimento del danno sofferto. Il legislatore, con l'art. 95, comma 1, del d.lgs. 180/2015, ha infatti attribuito al T.A.R. del Lazio una competenza funzionale a giudicare la legittimità dei provvedimenti adottati nel corso della risoluzione,

[580] Cfr. art. 4, c. 2, del decreto legge 25 giugno 2017, n. 99.

riconoscendo, a detto giudice, un sindacato oltre che sugli interessi legittimi esteso anche ai diritti soggettivi[581].

L'esigenza di operare un corretto bilanciamento tra gli interessi pubblici e privati che vengono in rilievo nelle crisi che coinvolgono gli istituti bancari e quella di garantire la stabilità dei provvedimenti assunti, ha indotto il legislatore a delineare una tutela giurisdizionale che potesse essere idonea ad assicurare una protezione in tempi rapidi ai soggetti eventualmente lesi. In quest'ottica deve quindi leggersi la scelta del legislatore di applicare alle controversie in esame il rito speciale stabilito all'art. 119 del Codice del processo amministrativo, che sostanzialmente prevede un dimezzamento dei termini processuali ordinari[582]. Alla medesima logica risponde altresì la scelta di escludere la possibilità per il giudice di avvalersi dello strumento della Consulenza Tecnica d'Ufficio.

Nonostante le previsioni legislative, per quanto ridotti potranno essere i tempi necessari a dirimere le controversie aventi ad oggetto i provvedimenti adottati nei confronti degli istituti creditizi in difficoltà, la celerità con cui è necessario siano portati a termine gli interventi nei confronti degli istituti in dissesto[583], conduce a ritenere che la tutela offerta dalla giustizia amministrativa presenti una natura risarcitoria piuttosto che inibitoria/ripristinatoria. Risulta, infatti, verosimile che l'esito dei giudizi relativi alla legittimità dei provvedimenti adottati nei confronti delle banche in dissesto intervenga

---

[581] Sulla giurisdizione c.d. esclusiva del giudice amministrativo si v. A. POLICE, *La giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo*, in C. P. Cirillo (a cura di) *Il nuovo diritto processuale amministrativo*, in G. Santaniello (Diretto da), *Trattato di diritto amministrativo*, Vol. 42, 2014, Cedam, 135 ss.

[582] Al riguardo, M. M. FRACANZANI, *Il rito abbreviato speciale comune a determinate materie e il rito abbreviato in materie di infrastrutture strategiche*, in C. P. Cirillo (a cura di) *Il nuovo diritto processuale amministrativo*, in G. Santaniello (Diretto da), *Trattato di diritto amministrativo*, Vol. 42, 2014, Cedam, 1263 ss.; M. LIPARI, *Art. 119*, in F. Caringella e M. Protto (coordinato da), *Codice del nuovo processo amministrativo*, 2013, Roma, 1169 ss.

[583] Il quarto Considerando della Direttiva 2014/59/UE, prevede che la procedura della risoluzione "*fornisca alle autorità un insieme credibile di strumenti per un intervento sufficientemente precoce e rapido in un ente in crisi o in dissesto*"; l'esigenza della rapidità dell'azione è richiamata, tra l'altro, dai Considerando 15, 53, 92. Come rilevato da C. M. STIEFMÜLLER, *TLAC/MREL: Making failure possible*?, in *Finance Watch Policy Brief*, 1, il bail-in "*generally associated with smoke-filled rooms on crisis-era weekends*".

quando le procedure di risoluzione siano già state concluse. L'ipotesi che l'intervento del giudice assuma carattere puramente risarcitorio può ritenersi avvalorata anche dalle disposizioni contenute ai commi 2 e 3 dell'art. 95 del decreto legislativo 180/2015.

La prima delle due norme richiamate ha sostanzialmente l'effetto di sterilizzare la possibilità per i ricorrenti di ottenere la sospensione cautelare dei provvedimenti adottati dalla Banca d'Italia o dal Ministro dell'economia e delle finanze[584]. Al fine di vedere accolta la propria richiesta cautelare, il ricorrente non solo dovrà dare prova della fondatezza delle proprie ragioni e del danno che gli potrebbe derivare dal provvedimento impugnato, ma sarà chiamato anche a dimostrare che l'eventuale sospensione dell'efficacia dello stesso non si pone in contrasto con l'interesse pubblico. Rispetto a quest'ultimo requisito, in assenza di indicazione precise da parte del legislatore o della giurisprudenza, risulta difficile stabilire qual sia l'estensione dell'onere probatorio richiesto al ricorrente e quale possa essere la valutazione che deve essere compiuta dal giudice. Allo stato dell'arte, pare dunque che l'onere che ricade sugli eventuali ricorrenti che intendano ottenere la sospensione dell'efficacia del provvedimento impugnato sia particolarmente gravoso, al limite della insormontabilità[585].

La natura sostanzialmente risarcitoria della tutela offerta dal giudice amministrativo può essere ricavata anche in virtù di quanto stabilito al terzo comma dell'articolo in esame, il quale stabilisce che laddove il giudice lo ritenga necessario "*per tutelare gli interessi dei terzi in buona fede che hanno acquistato azioni, altre partecipazioni, diritti, attività o*

---

[584] L'art. 95, c. 2, del decreto legislativo 16 novembre 2015, n. 180, prevede che "*Nei giudizi avverso le misure di gestione della crisi si presume fino a prova contraria che la sospensione dei provvedimenti della Banca d'Italia o del Ministro dell'economia e delle finanze sarebbe contraria all'interesse pubblico [..]*"

[585] In questo senso, B. INZITARI, *La risoluzione e la condivisione concorsuale delle perdite*, in A. Jorio e B. Sassani (a cura di), *Trattato delle procedure concorsuali*, Vol. V, 2017, Milano 1235, il quale rileva come "*l'art. 95, co. 2, d.lgs. n. 180/2015, stabilisce una generale presunzione di contrarietà all'interesse pubblico della sospensione dei provvedimenti della Banca d'Italia o del Ministero dell'Economia, che potrebbe essere vinta (trattandosi almeno astrattamente di una presunzione semplice), solo con una prova contraria la quale in realtà appare assai difficilmente ipotizzabile e dimostrabile, considerato 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.)*".

passività di un ente sottoposto a risoluzione a seguito del ricorso agli strumenti di risoluzione o dell'esercizio dei poteri di risoluzione, l'annullamento del provvedimento lascia impregiudicati gli atti amministrativi adottati o i negozi posti in essere dalla Banca d'Italia o dai commissari speciali, sulla base del provvedimento annullato". In sostanza dunque anche qualora i ricorrenti dimostrino la fondatezza delle proprie pretese e riescano a ottenere l'annullamento dei provvedimenti impugnati, quanto verrà loro riconosciuto potrebbe essere limitato al mero risarcimento del danno subito[586].

6. I giudizi avverso la risoluzione e la posizione degli obbligazionisti subordinati.

Un primo aspetto che rileva dall'analisi delle decisioni con cui i giudici amministrativi hanno rigettato i ricorsi presentati, riguarda la possibilità per i creditori di agire per chiedere l'annullamento dei provvedimenti adottati dall'autorità di risoluzione[587].

---

[586] In questo senso Cons. St., sez. VI, 22 gennaio 2019, nn. 549 e 560 e Cons. St., sez. VI, 24 gennaio 2019, nn. 581 e 582, il supremo organo della giustizia amministrativa, chiamato a pronunciarsi in merito alla legittimità delle sentenze di primo grado nn. 12885/2016, 12884/2016, 12889/2016 e 12890/2016, ha ritenuto che "*avendo avuto termine l'articolato procedimento di risanamento della banca*" dovesse dichiararsi "*l'improcedibilità dell'appello con riguardo ai motivi di appello che, sul piano istituzione alla (pretesa) continuità dell'attività bancaria pregressa, censurano l'assenza dei presupposti, previsti dal d.lgs. n. 180 del 2015, per disporre la risoluzione della Banca*".

[587] In particolare, secondo un primo orientamento, rimasto tuttavia isolato, gli obbligazionisti subordinati non sarebbero stati legittimati ad agire avverso i provvedimenti di risoluzione emanati dalla Banca d'Italia, in quanto la posizione soggettiva dei medesimi non poteva essere considerata di "interesse legittimo", ma potesse qualificarsi al più come mero "interesse di fatto", così T.A.R. del Lazio, sez. II, 07 gennaio 2017, n. 166. In questa sede il collegio richiamando il consolidato orientamento della giurisprudenza ritenne che nel caso si volesse proporre un intervento *ad adiuvandum* è necessario "*la titolarità di una posizione giuridica dipendente da quella dedotta dal ricorrente in giudizio e ad essa accessoria*"; l'ammissibilità di tale intervento è dunque, per i giudici amministrativi, condizionata al possesso, in capo all'interveniente, "*di un interesse di fatto dipendente da quello azionato in via principale o ad esso accessorio, che gli consenta di trarre un vantaggio indiretto e riflesso dall'accoglimento del ricorso, ma non quando in capo allo stesso interveniente sia possibile individuare una posizione soggettiva e soprattutto una legittimazione ed un interesse alla proposizione del ricorso sovrapponibili a quelli posseduti dal ricorrente*". Ne consegue che deve ritenersi inammissibile l'intervento *ad adiuvandum* da parte di chi sia per sé legittimato a proporre

Sebbene non appaiano sussistere dubbi in merito alla legittimità all'azione da parte dei creditori, occorre evidenziare come secondo un primo orientamento giurisprudenziale, rimasto isolato, una tale facoltà pareva doversi ritenere esclusa anche nell'ipotesi in cui l'impugnazione avesse riguardato i provvedimenti, incidenti sulla sfera giuridica dei detentori di passività di cui è disposta la svalutazione o la (mancata) cessione all'ente ponte. Il ragionamento sviluppato, in via incidentale, dai giudici di primo grado ha infatti portato a configurare in capo ai creditori subordinati dell'ente un mero interesso di fatto, che in quanto tale risulterebbe insuscettibile a configurare, per tali soggetti, un autonomo diritto all'impugnazione dei provvedimenti relativi alla risoluzione. L'orientamento della Corte si è caratterizzato per la sua unicità. La questione infatti non è più stata oggetto di valutazione da parte del giudice amministrativo, con la conseguenza dunque che non paiono sussistere dubbi circa la legittimazione degli obbligazionisti subordinati a impugnare i provvedimenti eventualmente lesivi dei loro diritti adottati dalla Banca d'Italia nella sua qualità di autorità di risoluzione. A sostegno di questa conclusione, vi è, in particolare, la considerazione che avendo il legislatore riconosciuto, relativamente a questa materia, al giudice amministrativo un sindacato di carattere esclusivo, l'eventuale inammissibilità dei ricorsi presentati dagli obbligazionisti subordinati lascerebbe questi

---

il ricorso giurisdizionale in via principale: in tale ipotesi, infatti, l'interveniente non starebbe facendo valere un mero interesse di fatto, ma un proprio interesse personale che avrebbe dovuto far valere mediante la proposizione di un ricorso principale nei termini prescritti (cfr., tra le molte, Cons. Stato, Sez. VI, 29 gennaio 2016 n. 351, Sez. IV, 22 gennaio 2013 n. 359, VI, 21 giugno 2012 n. 3647 e Sez. III, 21 dicembre 2011 n. 6777, nonché T.A.R. Lazio, Sez. I, 6 giugno 2016 n. 6470, T.A.R. Sicilia, Catania, Sez. I, 24 aprile 2013 n. 1172 e T.A.R. Lombardia, Milano, Sez. II, 2 ottobre 2012 n. 2450). L'inammissibilità dell'intervento da parte di coloro che erano invece legittimati alla proposizione di un ricorso in via autonoma, si giustifica con l'intenzione del legislatore di evitare che attraverso questo istituto potessero essere aggirate le decadenze processuali già verificatesi. Nel caso in esame, il T.A.R. ha escluso l'ammissibilità degli azionisti intervenienti sulla base della considerazione che la loro posizione soggettiva non avrebbe potuto essere qualificata come "di mero fatto" ovvero "discendente da quella della parte ricorrente", ma "di interesse legittimo" (vero e proprio) nei confronti degli atti rispetto ai quali essi stessi, con la loro presenza in giudizio, intendono rafforzarne la convinzione di illegittimità, già conclamata dalla ricorrente. Al contrario, la Corte ha ritenuto ammissibile l'intervento dei possessori di strumenti subordinati; affermando in questo modo che gli stessi stessero facendo valere un interesse di mero fatto.

soggetti privi di una qualunque tutela giurisdizionale avverso l'esercizio del potere da parte dell'Amministrazione, in evidente contrasto con l'art. 24 della Costituzione[588].

Alla luce di queste considerazioni, non potendosi dubitare dunque della legittimazione anche in capo agli obbligazionisti subordinati ad agire in giudizio, occorre verificare quale sia però il grado di tutela offerto dall'ordinamento giudiziario. Il sindacato del giudice amministrativo sugli atti emanati dalla Banca d'Italia, in ragione della separatezza dei poteri, propria dell'ordinamento italiano, è limitato ad assicurare la legalità sostanziale dell'azione amministrativa, non potendo i giudici sostituire le proprie valutazioni a quelle dell'Amministrazione. La più recente giurisprudenza risulta concorde nel ritenere che nei giudizi aventi ad oggetto la legittimità dell'esercizio di un potere amministrativo che presupponga valutazioni caratterizzate da discrezionalità tecnica, il sindacato del giudice amministrativo deve ritenersi limitato alla verifica oltre che di eventuali vizi di incompetenza o di violazione di legge anche della illogicità manifesta, quale figura sintomatica di eccesso di potere[589]. Considerazioni che trovano applicazione anche nelle ipotesi in cui la Banca d'Italia operi nella sua qualità di autorità di risoluzione.

Come si è già ricordato in precedenza, ai sensi dell'art. 95, comma 2, secondo periodo, del d. lgs. 180/2015, rispetto al normale svolgimento del processo amministrativo, nei giudizi aventi ad oggetto i provvedimenti inerenti alla risoluzione, non trovano applicazione né l'articolo 19 del Codice sul processo amministrativo, relativo alla possibilità per il giudice di farsi assistere da un verificatore o da un consulente tecnico, né il quarto comma dell'art. 63 che prevede la possibilità di disporre una consulenza tecnica d'ufficio. È chiaro che l'esclusione di tali mezzi di prova, se da una parte evita l'eccessivo protrarsi dei tempi del giudizio, dall'altra, sottrae ai ricorrenti uno strumento che potrebbe risultare indispensabile per dimostrare l'illogicità delle scelte compiute

---

[588] In particolare, il primo comma dell'art. 24 della Costituzione stabilisce che "*Tutti possono agire in giudizio per la tutela dei propri diritti e interessi legittimi*".

[589] In merito cfr. P. GASPARRI, *Eccesso di potere (diritto amministrativo)*, in *Enc. dir.*, XIV, 1965, 124 ss.; A. POLICE, *Annullabilità e annullamento*, in *Enc. dir.*, Annali, I, Milano, 2007, 53 ss.

dall'amministrazione, soprattutto in una materia connotata da elevato tecnicismo, quale è quella in esame.

6.1. La lamentata incostituzionalità del potere di svalutazione e conversione degli strumenti di capitale e di debito della banca e la sua compatibilità con i principi della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea.

Relativamente al merito delle questioni sollevate, tra i motivi di maggiore interesse addotti dai ricorrenti, a sostegno delle proprie pretese, vi sono sicuramente quelli relativi alla compatibilità della nuova disciplina in materia di gestione delle crisi bancarie con i diritti fondamentali garantiti della Costituzione italiana e quelli riconosciuti dalla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea[590]. La dottrina ha individuato diversi punti di contrasto tra la disciplina del *bail-in* e le tutele offerte dall'ordinamento giuridico italiano ed europeo. Il potere attribuito all'autorità di risoluzione di convertire o azzerare le pretese di azionisti e creditori, in assenza di un equo indennizzo, ha sollevato, in particolare, perplessità in merito alla sua compatibilità con quanto stabilito agli articoli

[590] Sul punto cfr. L. BARRA CARACCIOLO, *Profili di illegittimità costituzionale della c.d. Unione bancaria e del bail-in nel quadro della moneta unica,* Associazione italiana per lo studio delle asimmetrie economiche, Working paper, 4, 2016, http://www.asimmetrie.org/wp-content/uploads/2016/05/AISWP201604.pdf; F. SALMONI, *Crisi Bancarie e incostituzionalità del bail-in*, in *Percorsi Costituzionali*, 1, 2017, 285 ss., disponibile all'indirizzo internet: https://www.researchgate.net/publication/318453785_CRISI_BANCARIE_E_INCOSTITUZIONALITA_DEL_BAIL-IN; G. LIOTARD**,** *Si discute dell'incostituzionalità del bail-in*, in *Notai.it*, 5/8/2016, https://www.notai.it/news/00016312-si-discute-dell-incostituzionalita-del-bail-in.aspx; L. CUOCOLO, *Bail-in incostituzionale?*, in *lavoce.info*, 2016, https://www.lavoce.info/archives/42081/bail-in-incostituzionale/.

42 e 47 della Costituzione[591]. Il primo degli articoli citati tutela la proprietà anche privata, che può essere espropriata, nei casi previsti dalla legge e salvo indennizzi, per motivi d'interesse generale; il secondo incoraggia e tutela il risparmio e favorisce l'accesso del risparmio popolare, tra altro, all'investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese. In particolare, si sono ritenute in contrasto con l'articolo 42 della Costituzione (e con l'articolo 17 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea sul diritto di proprietà[592]) quelle norme che ponendo a carico degli azionisti e creditori il costo del risanamento della banca, non prevedano la corresponsione di un equo indennizzo, in quanto realizzerebbero sostanzialmente una espropriazione dei diritti di questi ultimi. Questa presunta illegittimità costituzionale sarebbe aggravata dalla "*possibilità di ridurre o convertire i diritti soggettivi, in particolare degli obbligazionisti e dei depositanti, non soltanto in caso di dissesto, ma anche a fronte di mero rischio di dissesto della banca*"[593]. La tutela garantita dalle norme costituzionali e dai trattati internazionali ha come oggetto non "*solo il diritto «reale» (la «proprietà» di cui agli art. 832 ss. del codice civile) bensì il più ampio insieme dei «diritti soggettivi» dei cittadini; vale a dire il complesso di diritti,*

---

[591] Cfr. A. LUCARELLI, *Il Bail-in paradigma dell'eterno conflitto tra Stato assicuratore e stato regolatore. Crisi delle banche e nuove forme di risanamento: tra mercato, regola della concorrenza e dimensione sociale,* in *federalismi.it,* 2016, consultabile all'indirizzo internet: https://www.federalismi.it/nv14/editoriale.cfm?eid=413&content=Il%2BBail%2Din%2Bparadigma%2Bdell%27eterno%2Bconflitto%2Btra%2BStato%2Bassicuratore%2Be%2BStato%2Bregolatore&content_auth=%3Cb%3EAlberto%2BLucarelli%3C%2Fb%3E; F. SALMONI, *Crisi Bancarie e incostituzionalità del bail-in*, cit., 285 ss.; V. GIUSEPPE, *Rischi per il sistema bancario e incostituzionalità del bail in*, in *logos*, 2016, reperibile all'indirizzo internet: http://www.logos-rivista.it/index.php?option=com_content&view=article&id=723&Itemid=585.

[592] L'art. 17, c. 1, della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea sul diritto di proprietà riconosce che "*Ogni individuo ha il diritto di godere della proprietà dei beni che ha acquistato legalmente, di usarli, di disporne e di lasciarli in eredità. Nessuno può essere privato della proprietà se non per causa di pubblico interesse, nei casi e nei modi previsti dalla legge e contro il pagamento in tempo utile di una giusta indennità per la perdita della stessa. L'uso dei beni può essere regolato dalla legge nei limiti imposti dall'interesse generale*".

[593] Cfr. A. LUCARELLI, *Il Bail-in paradigma dell'eterno conflitto tra Stato assicuratore e stato regolatore. Crisi delle banche e nuove forme di risanamento: tra mercato, regola della concorrenza e dimensione sociale*, cit., 17.

reali e obbligatori, che ne costituiscono il patrimonio. Nella Costituzione, infatti, l'espressione «proprietà privata» è formula riassuntiva, che – come insegnano i costituzionalisti – «compendia l'insieme dei diritti patrimoniali imputabili al soggetto privato»"[594]. In ragione della loro natura patrimoniale, la garanzia costituzionale copre i diritti sia di partecipazione societaria sia di credito. La riduzione o conversione autoritativa di quei diritti, in virtù di una legge o di un provvedimento amministrativo (come può essere l'applicazione delle norme sul *bail-in*), "*indipendentemente dai meccanismi privatistici e dal controllo di legittimità esercitato dall'Autorità Giudiziaria Ordinaria […] mir[a] a degradare il diritto soggettivo ad un mero interesse legittimo*"[595], valicherebbe i limiti di tutela costituzionale[596].

Il contrasto con l'articolo 47 della Carta sarebbe generato invece dalla possibilità per l'autorità di risoluzione di procedere all'annullamento forzoso[597] del valore delle azioni e delle pretese dei creditori[598]. È stato inoltre sostenuto che l'applicazione del potere di

---

[594] L. DI BRINA, *Salvataggi bancari e dubbi costituzionali: il precedente dell'Austria*, in *www.Firstonline.info*, 2015, disponibile all'indirizzo internet: https://www.firstonline.info/salvataggi-bancari-e-dubbi-costituzionali-il-precedente-dellaustria/.

[595] L. DI BRINA, *op. ult. cit.*; dello stesso autore si veda anche ID., *«Risoluzione» delle banche e* «bail-in»*, alla luce dei principi della Carta dei diritti fondamentali dell'UE e della Costituzione nazionale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2015, II, 2013 ss.

[596] Cosi C. DE ROSE, *Il Bail In è incostituzionale. Parola di magistrato della Corte dei Conti*, 2016, disponibile all'indirizzo internet: https://formiche.net/2016/01/ecco-perche-il-bail-e-iniquo-e-ingiusto/; dello stesso autore si veda anche ID., *L'antigiuridicità del salvataggio delle banche attraverso il c.d. bail-in*, consultabile all'indirizzo internet: http://www.foroeuropa.it/index.php?option=com_content&view=article&id=283:rivista-2016-n1-editoriale-derose&catid=77&Itemid=101

[597] G. B. PORTALE, *Dalla "Pietra del vituperio" al bail-in*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, 21 ss., ritiene che l'azzeramento delle azioni e la svalutazione e conversione delle obbligazioni, senza il consenso dei loro detentori, costituisca una violazione dell'art. 41, c. 1, della Costituzione che tutela la libertà di iniziativa economica.

[598] Sul punto si veda anche G. M. UDA, Il *bail-in* e i principi della *par condicio creditorum* e del *no creditor worse off (ncwo)*, in *Il diritto dell'economia*, 97, 3, 2018, 739 ss.; Per una valutazione di ordine generale

svalutazione del valore delle azioni e dei debiti limitato al solo ambito bancario realizzerebbe un'inaccettabile disparità di trattamento, in violazione del principio di uguaglianza stabilito all'art. 3 della Costituzione, tra chi ha investito nel settore creditizio e chi invece ha preferito altri settori produttivi[599].

---

circa le conseguenze della gestione delle crisi bancarie sul risparmio, cfr. D. ROSSANO, *Tutela del risparmio e regolazione delle crisi bancarie*, in *Diritto pubblico europeo*, 2018, disponibile all'indirizzo internet: https://www.edizioniesi.it/dperonline/data/uploads/articoli/rossano_formattato.pdf

[599] P. ROSSI, *Banking resolution e tutela del risparmio, tra bail out e bail in,* in *Amministrazione in cammino*, 2017, 28, individua l'emergere di una lesione del principio di uguaglianza sancito dall'articolo 3 della Costituzione "*laddove il correntista, a differenza dell'azionista, non partecipa al rischio di impresa e il credito del medesimo correntista viene escluso nei confronti dell'impresa bancaria all'esito della procedura di risoluzione, a differenza di quanto previsto dall'ordinamento per vicende analoghe; infatti, come è stato ben rilevato, all'estinzione della posizione creditoria, colpita dal* bail in *con la svalutazione anche integrale delle passività della banca in crisi, consegue l'impossibilità, anche ipotetica, dei creditori coinvolti di concorrere alla distribuzione del riparto del residuo attivo della banca, con evidente disparità di trattamento, sindacabile ex art. 3 Cost., rispetto alle altre categorie di creditori che invece possono vantare diritti nei confronti dell'ente creditizio*", disponibile all'indirizzo internet: http://www.amministrazioneincammino.luiss.it/app/uploads/2017/09/Rossi-Bail-in.pdf; sul punto si veda anche ID., *La risoluzione dell'impresa bancaria, tra dubbia costituzionalità del bail in e criticità d'impatto, in Dirittifondamentali.*it, 2, 2017, disponibile all'indirizzo internet: http://dirittifondamentali.it/2017/10/26/la-risoluzione-dellimpresa-bancaria-tra-dubbia-costituzionalita-del-bail-in-e-criticita-dimpatto/. In merito si v. anche L. STANGHELLINI e A. ZORZI, *Perché il bail-in è costituzionale*, in *lavoce.info*, 2016, disponibile all'indirizzo internet: https://www.lavoce.info/archives/42682/perche-il-bail-in-e-costituzionale/, ritengono che "*l'interpretazione secondo cui dall'articolo 47 della Costituzione, che tutela il risparmio, discenderebbe l'incostituzionalità del bail-in, perché i "risparmiatori" devono essere tutelati, è bizzarra. La Costituzione incentiva il risparmio, ovvero l'accantonamento di una porzione del proprio reddito; ma non può certo spingersi a tutelare qualsiasi forma di investimento fatto con quel risparmio. È risparmio anche quello investito in azioni o in obbligazioni non bancarie: perché non garantire anche quelle? Alquanto fumoso (ed espressamente rigettato dalla decisione della Corte di giustizia del 19 luglio 2016) è l'argomento basato sull'articolo 42 della Costituzione, che, come la Convenzione europea dei diritti dell'uomo, tutela il diritto di proprietà: nel caso di bail-in, le azioni, le obbligazioni e i crediti che vengono toccati sarebbero comunque perduti se la banca fallisse. Sarebbe strano sostenere che è legittimo dare zero a un creditore con il fallimento e, invece, incostituzionale fare lo stesso con il bail-in*".

Pur non essendo questa la sede per lo sviluppo di questa tematica, è opportuno, tuttavia, ricordare che il *bail-in* è stato oggetto di ulteriori spunti critici. Al momento della preparazione della BRRD le autorità di governo e di vigilanza italiane evidenziarono come l'applicazione "*retroattiva dei meccanismi di burden sharing fino al 2015 e, successivamente, del bail-in avrebbe potuto comportare – oltre che un aumento del costo e una rarefazione del credito all'economia – rischi per la stabilità finanziaria, connessi anche col trattamento dei creditori in possesso di passività bancarie sottoscritte anni addietro, in tempi in cui le possibilità di perdita del capitale investito erano molto remote*"[600]. A prescindere dal fatto che la retroattività possa essere "*costituzionalmente censurabile ove valutat[a] secondo il parametro della ragionevolezza*"[601], di fatto, con l'applicazione del *bail-in* gli investitori della banca si trovano assoggettati ad un livello di rischio molto più elevato di quello che essi avrebbero potuto prevedere (e che evidentemente erano disposti a correre) al momento, antecedente all'entrata in vigore della risoluzione, in cui avevano effettuate le loro operazioni finanziarie. Tra la data di approvazione della Direttiva e quella della sua entrata in vigore è intercorso un discreto intervallo. Si potrebbe osservare, pertanto, che i possessori della passività della banca avrebbero avuto il tempo di modificare la composizione dei loro portafogli finanziari, variando le loro precedenti scelte. Inevitabilmente, avrebbero dovuto accettare una riduzione dei loro valori. Nella realtà questa è stata una possibilità del tutto teorica, considerata la debolezza o la totale assenza di mercati secondari che rendevano, e ancora rendono, poco, o del tutto, illiquidi i titoli sottoscritti. Questa considerazione vale, ovviamente, soprattutto per i titoli emessi dagli istituti di credito piccoli e medi.

Sebbene siano più ricorrenti, in dottrina, le opinioni che ipotizzano rischi di incostituzionalità nel riversare sui detentori delle passività della banca in dissesto il costo della sua risoluzione, si deve rilevare anche l'esistenza di posizioni che ritengono la nuova disciplina conforme al dettato costituzionale. Ovviamente anche i fautori di quest'ultimo

---

[600] I. VISCO, *Intervento del Governatore della Banca d'Italia*, 22° Congresso ASSIOM Forex, Torino, 30 gennaio 2016, 8 s., disponibile all'indirizzo internet: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2016/Visco-300116.pdf

[601] P. ROSSI, *Banking resolution e tutela del risparmio, tra bail out e bail in,* cit., 28.

orientamento ritengono che l'azzeramento delle azioni e la svalutazione/conversione dei crediti costituisca un'ingerenza nei diritti dei loro detentori; tuttavia, l'esercizio di tale potere non configurerebbe un'espropriazione, almeno fino a quando venisse rispettato il principio del *no creditor worse off*, che indica il "*limit to how far the interference with the right to property may go*"[602]. Che l'applicazione di questo principio possa costituire un fattore dirimente relativamente alla costituzionalità del *bail-in*, almeno con riferimento alla tutela della proprietà, è una posizione su cui potrebbe convergere anche qualche autore critico citato in precedenza, se non ritenesse "*che il bail-in non è in grado di dare effettività al principio del «no creditor worse off»*"[603]. A ciò è possibile replicare evidenziando come il principio del NCWO produca, nella sua concreta operatività, gli effetti per i quali è stato pensato, garantendo che i titolari delle passività della banca in crisi non siano posti in una situazione economicamente peggiore rispetto a quella in cui si sarebbero trovati se l'ente fosse stato assoggettato alla procedura di liquidazione coatta amministrativa.

Questo orientamento della dottrina ha trovato conferma nelle sentenze emesse dai giudici amministrativi chiamati a valutare l'eventuale rinvio in via incidentale delle questioni di costituzionale poste alla base dei ricorsi presentati da azionisti e obbligazionisti subordinati delle banche risolte. Le conclusioni alle quali, al riguardo è giunta la magistratura amministrativa italiana, si sono poste in sostanziale continuità con le decisioni adottate dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea e dalle altre magistrature europee che erano già state investite di tali questioni. L'orientamento giurisprudenziale emerso a livello europeo ha consentito di ritenere l'esercizio del potere di conversione e/o svalutazione degli strumenti di capitale e delle passività nel caso della risoluzione di un ente creditizio non in contrasto con il diritto di proprietà dei sottoscrittori degli strumenti coinvolti.

---

[602] K. P. WOJCIK, *The significante and limits of the "no creditor worse off" principle for an effective bail-in*, in ECB Legal Conference, From Monetary Union to Banking Union, on the way to Capital Markets Union, 2015, 253.

[603] P. ROSSI, *Banking resolution e tutela del risparmio, tra bail out e bail in,* cit., 28.

In proposito, di particolare interesse sono state le decisioni adottate dalle dalla Corte di Giustizia nelle cause Kotnik[604] e Ledra Adrevising[605]. All'esito di tali procedimenti, i giudici europei hanno infatti argomentato che la possibilità di azzerare gli strumenti di capitale della società in dissesto non si pone in alcun modo in contrasto con il diritto di proprietà vantato da soci e creditori. In proposito, nella causa *Ledra Adrevising*[606], la Corte ha evidenziato che se per i soci la partecipazione al rischio di impresa è elemento caratteristico e intrinseco dell'investimento effettuato, nei confronti dei titolari di strumenti subordinati la legittimità del potere di conversione e/o svalutazione discende dalla circostanza che "*i titoli subordinati sono strumenti finanziari che presentano caratteristiche dei prodotti obbligazionari e degli strumenti di partecipazione al capitale, il che implica che, in caso di cessazione dei pagamenti da parte dell'emittente, i detentori di titoli subordinati sono rimborsati dopo i titolari di obbligazioni ordinarie, ma prima degli azionisti*". Pertanto, anche gli obbligazionisti subordinati – sebbene creditori della società – possono essere chiamati a contribuire ai costi di ristrutturazione dell'ente in

[604] Corte di Giustizia, 19 luglio 2016, C-526/14.

[605] Corte di Giustizia, 20 settembre 2019, C-8/15.

[606] Nei procedimenti relativi alle cause da C-8/15 P a C-10/15 P (Ledra Advertising contro Commissione Europea e Banca Centrale Europea) la Corte di Giustizia Europea è stata chiamata a pronunciarsi in merito alla legittimità dell'applicazione dello strumento del *bail-in* da parte delle autorità cipriote. Tra gli argomenti presentati dai ricorrenti a sostegno della propria pretesa, gli stessi lamentavano una violazione del proprio diritto di proprietà sugli strumenti oggetto della svalutazione, in contrasto con l'articolo 17, primo comma, della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea. A seguito dell'analisi di questo motivo di ricorso i giudici europei nella propria sentenza hanno tuttavia affermato che "*il diritto di proprietà garantito da tale disposizione della Carta non è una prerogativa assoluta e che il suo esercizio può essere oggetto di restrizioni giustificate in nome di obiettivi di interesse generale perseguiti dall'Unione*". Affinché le restrizioni al diritto di proprietà possano ritenersi conformi ai diritti fondamentali é dunque sufficiente che le stesse "*siano effettivamente consone a obiettivi di interesse generale perseguiti e non costituiscano, rispetto allo scopo prefissato, un intervento sproporzionato e inaccettabile, tale da ledere la sostanza stessa del diritto così garantito*". In ragione delle conseguenze negative che sarebbero potute derivare dal fallimento delle banche cipriote, la Corte di Giustizia ha ritenuto la stabilità del sistema bancario un interesse generale e ha escluso che le misure adottate potessero costituire un intervento sproporzionato e inammissibile che pregiudica la sostanza stessa del diritto di proprietà dei ricorrenti.

difficoltà, ciò almeno fino a quando risulti rispettato il principio del *no creditor worse off*[607].

Aderendo all'orientamento espresso dalla Corte di Giustizia, i giudici amministrativi italiani hanno ritenuto le questioni di costituzionalità sollevate manifestamente infondate. In particolare, con riguardo alle presunte violazioni degli articoli 42 e 47 della Costituzione, i giudici hanno affermato non potersi "*configurare in alcun modo una espropriazione nell'operazione di risoluzione prevista dal d.lgs. 180/2015 e posta in essere dalla Banca d'Italia, atteso che le azioni e le obbligazioni subordinate sono titoli di credito, la cui natura e funzione è quella di partecipare alle eventuali perdite della banca*"[608].

I giudici amministrativi italiani sono stati chiamati a valutare anche la legittimità di un'applicazione sostanzialmente retroattiva del potere di svalutazione degli strumenti partecipativi e debitori emessi prima dell'entrata in vigore della Direttiva 2014/59/UE. In

---

[607] Anche nella causa C-526/14 (Kotnik), la Corte di Giustizia Europea aveva affermato la compatibilità del principio del *burden sharing* con il diritto di proprietà affermato dalla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea. In questo caso, sorto dalla richiesta di rinvio pregiudiziale da parte del giudice sloveno in merito all'interpretazione di alcune disposizioni della Comunicazione della Commissione sul settore bancario, la conclusione a cui era giunta la Corte era motivata in ragione del principio del *no creditor worse off*. Le misure di condivisione degli oneri, a parere dei giudici europei, non arrecano alcun ulteriore pregiudizio al diritto di proprietà dei creditori subordinati, i quali in assenza del *burden sharing*, avrebbero subito un pregiudizio di eguale entità.

[608] A sostengo della propria decisione i giudici amministrativi hanno evidenziato come "*gli azionisti assumono il rischio dell'investimento e sono responsabili per le passività della banca fino a concorrenza del capitale sociale e i creditori subordinati sono comunque destinati a subire le perdite della banca dopo gli azionisti, ne deriva che le norme del d.lgs. 180/2015 che disciplinano gli interventi di salvataggio così come quelli effettuati nella vicenda della Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.a. in amministrazione straordinaria, senza intaccare neppure i depositi non protetti, non si possono ritenere in contrasto con l'art. 47 della Costituzione; né nel caso di specie si può ravvisare una violazione dell'art. 42 della Costituzione, non potendosi configurare in alcun modo una espropriazione nell'operazione di risoluzione prevista dal d.lgs. 180/2015 e posta in essere dalla Banca d'Italia, atteso che le azioni e le obbligazioni subordinate sono titoli di credito, la cui natura e funzione è quella di partecipare alle eventuali perdite della banca*".

particolare, i ricorrenti hanno individuato in questa prassi una violazione del loro legittimo affidamento. Anche questo motivo di ricorso è stato tuttavia ritenuto infondato dai giudici italiani, i quali, anche in questo caso, hanno fondato la propria decisione sulle conclusioni già espresse dalla Corte di Giustizia europea. I giudici europei avevano, infatti, già evidenziato come la circostanza che in passato i creditori subordinati non fossero stati chiamati a contribuire al salvataggio degli istituti di credito in difficoltà, non potesse rappresentare una "*rassicurazione precisa e incondizionata*" che ciò non sarebbe avvenuto anche in futuro. La prassi adottata dalle autorità europee, in assenza di una chiara dichiarazione di volontà in tal senso, non poteva dunque ritenersi sufficiente a configurare per gli investitori un legittimo affidamento circa l'intangibilità dei propri diritti patrimoniali[609].

Anche gli ulteriori motivi su cui si fondavano i ricorsi presentati sono stati ritenuti infondati. Le decisioni adottate in merito ai ricorsi presentati avverso i provvedimenti di risoluzione, e le successive azioni poste in essere per favorire l'ordinata uscita dal mercato degli istituti in dissesto, hanno finora consentito di accertare la legittimità dell'operato dell'Amministrazione; tali pronunce hanno poi trovato conferma anche in appello[610].

---

[609] In questo senso, T.A.R. Lazio, sez. II, 30 dicembre 2016, nn. 12886 - 12887 - 12888; T.A.R. Lazio, sez. II, 7 gennaio 2017, nn. 165 – 166, la Corte ha al riguardo affermato che "*la circostanza che, nel corso delle prime fasi della crisi finanziaria internazionale, i creditori subordinati non siano stati invitati a contribuire al salvataggio degli istituti di credito, non consente ai creditori medesimi di avvalersi del principio di tutela del legittimo affidamento. Una simile circostanza non può, difatti, essere considerata come una rassicurazione precisa e incondizionata, tale da far sorgere in capo ad azionisti e creditori subordinati il legittimo affidamento di non essere sottoposti in futuro a misure di ripartizione degli oneri*".

[610] Al riguardo, Cons. St., sez. VI, 22 gennaio 2019, nn. 549 e 560 e Cons. St., sez. VI, 24 gennaio 2019, nn. 581 e 582, respingendo i ricorsi presentati hanno confermato le decisioni assunte dai giudici di primo grado nelle sentenze nn. 12885/2016, 12884/2016, 12889/2016 e 12890/2016.

7. La violazione della normativa sui servizi di investimento e la responsabilità degli ente ponte.

L'insuccesso delle azioni esperite avanti alla giustizia amministrativa ha condotto una parte dei titolari delle azioni e obbligazioni subordinate azzerate a rivolgersi alla magistratura ordinaria per cercare di ottenere il risarcimento dei danni subiti a causa del mancato rispetto, da parte del personale degli istituti in risoluzione, dei principi generali di diligenza, correttezza e trasparenza stabiliti dalla normativa in materia di intermediazione finanziaria. Le doglianze rappresentate dagli attori si riferivano a una sostanziale carenza delle informazioni fornite in sede di collocamento, circa la reale natura degli investimenti proposti e i rischi ad essi connessi, tale per cui i sottoscrittori non erano stati messi in condizione di compiere una adeguata valutazione in merito all'opportunità di procedere all'esecuzione dell'investimento.

I giudici aditi, prima di potersi pronunciare sul merito delle questioni sollevate, sono stati chiamati a verificare la legittimazione dei soggetti in causa. La giurisprudenza è stata, infatti, chiamata, preliminarmente, a verificare, per un verso, la sussistenza in capo ai sottoscrittori delle azioni e obbligazioni subordinate della legittimazione ad agire in giudizio e, per altro verso, quella degli enti cessionari.

La possibilità per i creditori e i sottoscrittori di strumenti partecipativi dell'ente di agire in giudizio, per ottenere il risarcimento del danno eventualmente subito, pareva doversi ritenere esclusa in virtù di quanto stabilito dall'art. 47, comma 7, del d. lgs. 16 novembre 2015, n. 180, sulla base del quale, "*gli azionisti, i titolari di altre partecipazioni o i creditori dell'ente sottoposto a risoluzione e gli altri terzi i cui diritti, attività, o passività non sono oggetto di cessione non possono esercitare pretese sui diritti, sulle attività o sulle passività oggetto della cessione*". Diverso è però risultato essere l'orientamento fatto proprio dai giudici di primo grado, i quali hanno invece generalmente riconosciuto agli azionisti e agli obbligazionisti subordinati delle banche in risoluzione la legittimazione ad agire[611].

[611] Di opinione diversa Trib. di Bologna 1488/2017 e 2653/17, che ha escluso la legittimazione passiva in capo all'ente ponte in relazione alla richiesta di risarcimento avente ad oggetto un rapporto estinto prima

Due sono gli elementi sui quali si è fondato il ragionamento che ha permesso alla giurisprudenza di merito di giungere a tale conclusione: per un verso, è stata valorizzata la circostanza per cui all'azzeramento degli strumenti non potesse ritenersi conseguire *sic et simpliciter* l'estinzione degli eventuali obblighi risarcitori derivanti da condotte poste in essere antecedentemente al provvedimento di risoluzione[612] e, per altro verso, è stato rilevato come le pretese azionate in giudizio non derivassero da diritti incorporati negli strumenti finanziari sottoscritti, ma da un fatto illecito[613]. In virtù di tali considerazioni, dunque, l'azione dei titolari degli strumenti azzerati avrebbe dovuto ritenersi legittima in quanto i medesimi, nei giudizi instaurati, agivano non nella qualità di soci o creditori subordinanti dell'ente, ma in quella di *ex* clienti danneggiati dal comportamento manchevole posto in essere dall'intermediario in fase di collocamento del titolo.

Un'altra questione preliminare che i giudici sono stati chiamati a risolvere, prima di potersi dedicare al merito della questione, ha riguardato l'individuazione dei soggetti passivi della richiesta di risarcimento azionata in giudizio. Le cessioni che hanno interessato le aziende bancarie degli istituti posti in risoluzione hanno infatti sollevato il problema di identificare i soggetti passivamente legittimati all'azione. Al riguardo, occorre evidenziare come sebbene le richieste di risarcimento siano state almeno inizialmente avanzate nei confronti degli enti risolti, ragioni di opportunità hanno poi suggerito agli attori di estendere il contraddittorio anche agli enti ponte e agli istituti creditizi cessionari. I soggetti chiamati in causa, nelle proprie memorie difensive hanno tuttavia affermato la loro estraneità al giudizio in ragione del fatto che le azioni risarcitorie - che in quella sede e per la prima volta venivano esercitate - non potevano ritenersi incluse nella cessione, la quale, ai sensi dell'art. 2560, secondo comma, del Codice civile,

---

del trasferimento; i giudici hanno in particolare rilevato come il subentro non abbia riguardato tutti i rapporti attivi e passivi facenti precedentemente alla banca in l.c.a., bensì solo quelli "*costituenti l'azienda bancaria della banca in risoluzione*".

[612] In questo senso Trib. Milano, 8 novembre 2017.

[613] Cfr. Trib. Ferrara, 31 ottobre 2017, n. 2029 (ord.), in www.ilcaso.it, ha chiarito che non sussiste "*Nessuna preclusione per coloro che facciano valere diritti relativi all'adempimento a contratti di investimento stipulati dalla vecchia banca a prescindere dal fatto che essi siano o meno esauriti*".

avrebbe avuto ad oggetto i soli debiti risultanti dalle scritture contabili obbligatorie al momento del trasferimento. I giudici di prime cure, sulla base di quanto stabilito dalla nuova normativa introdotta con il d. lgs. 180/2015 e dai provvedimenti della Banca d'Italia, aderendo alla posizione degli attori – e, conseguentemente, respingendo le eccezioni sollevate in merito dagli intervenienti – hanno invece ritenuto che le azioni esperite dagli *ex* clienti degli istituti risolti, anche successivamente all'avvio della risoluzione, dovessero ritenersi inclusi nella cessione.

La conclusione a cui è giunta la giurisprudenza ha presupposto una doppia valutazione: la prima, relativa alla individuazione del regime applicabile alla cessione aziendale nell'ambito della risoluzione e, la seconda, tesa a stabilire, sulla base delle disposizioni di dettaglio emanate dall'autorità di risoluzione, le attività, i diritti e le passività effettivamente oggetto del trasferimento.

Relativamente alla disciplina applicabile alle cessioni aziendali condotte nel corso della risoluzione, dall'analisi delle sentenze sono emersi due orientamenti contrapposti. La giurisprudenza maggioritaria[614], valorizzando la natura bancaria dell'azienda ceduta, ha sostenuto che il trasferimento dovesse avvenire secondo le sole disposizioni stabilite dall'art. 58 del Testo Unico Bancario, che prevedono che, trascorso il termine di tre mesi dalla cessione, il cessionario risponde in via esclusiva dei debiti del cedente. Secondo altra interpretazione, probabilmente maggiormente attenta alle finalità perseguite dal legislatore, la disciplina in materia di trasferimento d'azienda prevista dal Testo Unico Bancario avrebbe dovuto, invece, essere contemperata con quanto stabilito all'art. 2560, secondo comma, del Codice civile, che stabilisce che "*nel trasferimento di un'azienda commerciale risponde dei debiti suddetti anche l'acquirente dell'azienda, se essi risultano dai libri contabili obbligatori*"[615]. In questa seconda ipotesi, dunque, gli enti cessionari avrebbero potuto essere chiamati a rispondere delle sole passività risultanti dalle scritture contabili al momento del trasferimento.

[614] In questo senso si è espresso il Trib. Milano, 8 novembre 2017, n. 11173; orientamento sostanzialmente seguito anche dalle altre Corti che hanno ritenuto sussistere la responsabilità dell'ente ponte, si v. nt. 621.

[615] Questa era sostanzialmente la posizione sostenuta dagli istituti di credito cessionari chiamati in causa.

Almeno in un primo momento, la giurisprudenza maggioritaria – richiamando il costante orientamento della Corte di Cassazione in tema di cessioni di aziende bancarie – si è orientata a ritenere inapplicabili le disposizioni codicistiche[616].

Individuata la normativa da applicare, il lavoro dei giudici, nel pronunciarsi in merito alle richieste di risarcimento avanzate dagli *ex* clienti degli istituti risolti, ha richiesto un'attenta analisi dei provvedimenti di cessione adottati dalla Banca d'Italia con i quali sono stati disposti i trasferimenti delle aziende bancarie dagli istituti originari agli ente ponte, al fine di verificare se anche in concreto i diritti di cui gli attori chiedevano il riconoscimento avessero fatto parte del trasferimento. L'esame al quale è stato dunque chiamato il giudice, verteva sulla individuazione dei rapporti giuridici che la Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 43 del D. Lgs. 180/2015[617], aveva escluso dalla cessione ritenendo che una diversa decisione avrebbe potuto pregiudicare il perseguimento degli obiettivi della risoluzione[618]. In proposito, occorre rilevare che i provvedimenti assunti

---

[616] Al riguardo, Cass. Civ., Sez. II, 29 ottobre 2010, 22199, in *Giust. civ. Mass.*, 2010, 10, secondo cui: "*In tema di cessione di azienda in favore di una banca, l'art. 58 del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385, prevedendo il trasferimento delle passività al cessionario, in forza della sola cessione e del decorso del termine di tre mesi dalla pubblicità notizia di essa (secondo quanto previsto dal comma 2 dello stesso art. 58), e non la semplice aggiunta della responsabilità di quest'ultimo a quella del cedente, deroga alla norma di cui all'art. 2560 cod. civ., sulla quale prevale in virtù del principio di specialità. Ne consegue che, in caso di cessione di azienda bancaria, alla cessionaria si trasferisce anche l'obbligazione sanzionatoria ricompresa tra i debiti della banca cedente, inclusi nella cessione stessa, e già sorta per effetto dell'illecito compiuto dai soggetti ad essa appartenenti*"; più recentemente, in questo senso anche Cass. civ., Sez. II, 31 gennaio 2017, n. 2523.

[617] In merito il Trib. Milano, 8 novembre 2017, n. 11173, ha infatti affermato che "*il profilo dell'eccezione ora in esame va dunque anch'esso ritenuto infondato per l'assorbente rilievo della non applicabilità dell'art. 2560 c.c. a vicende di cessione quale quella in discussione e nelle quali la disciplina normativa - qui rappresentata dall'art.43 d. lgs. n. 180/2015 - il diretto trasferimento al cessionario delle passività già facenti capo all'azienda ceduta e non già - come nello scenario di cui all'art. 2560 c.c. - il mero trasferimento dell'azienda comportante obbligazione in solido per i debiti preesistenti preveda*"; in senso analogo Trib. Perugia, 05 marzo 2018, n. 321.

[618] Come evidenziato da B. INZITARI, *La risoluzione e la condivisione concorsuale delle perdite*, cit., 1218, attraverso la risoluzione "*la Banca d'Italia, pone mano ad un processo di rifondazione dell'azienda bancaria per mezzo della formazione di un patrimonio che è composto da "elementi prescelti" del*

per effettuare il trasferimento del complesso aziendale, di ciascuna delle quattro banche al rispettivo ente ponte, specificavano come la cessione avesse ad oggetto "*tutti i diritti, le attività e le passività costituenti l'azienda bancaria*" ad eccezione delle "*passività, diverse dagli strumenti di capitale, come definiti dall'art. 1, lettera ppp), del D. Lgs. 16 novembre 2015, n. 180, in essere alla data di efficacia della cessione, non computabili nei fondi propri, il cui diritto al rimborso del capitale è contrattualmente subordinato al soddisfacimento dei diritti di tutti i creditori non subordinati dell'ente in risoluzione*". Ciascuna *bridge bank* succedeva dunque "*senza soluzione di continuità, all'ente in risoluzione nei diritti, nelle attività e nelle passività ceduti*".

Il testo dei provvedimenti inerenti la cessione è stato interpretato dalla giurisprudenza nel senso di ritenere escluse dal trasferimento le sole pretese connesse all'esercizio dei diritti incorporati negli strumenti rimasti nel patrimonio degli istituti originari; ne è conseguito, come già accennato, che le pretese risarcitorie relative alle condotte illecite poste in essere dagli istituti di credito originari, anche se azionate successivamente all'avvio della risoluzione, siano state ritenute incluse nel novero dei rapporti ceduti.

Questo orientamento è risultato rafforzato a seguito dell'emanazione delle disposizioni legislative finalizzate a gestire l'eventuale cessione del complesso aziendale delle Banche Venete[619]. La circostanza che in quel frangente il legislatore avesse espressamente stabilito l'intrasmissibilità al cessionario delle eventuali richieste di risarcimento danni non azionate prima del trasferimento, ha condotto una parte della giurisprudenza a ritenere che l'assenza di una analoga previsione nei provvedimenti relativi alle Quattro Banche dovesse interpretarsi come un ulteriore elemento a supporto dell'orientamento

---

*patrimonio dell'*ente sottoposto a risoluzione. *Da un tale processo scaturisce una azienda che è diversa, separata e distinta rispetto alla precedente tanto nella composizione patrimoniale e societaria, quanto nella* governance".

[619] Per un'analisi delle prime decisioni che invece hanno riguardato le banche venete, cfr. I. MECATTI, *La responsabilità della banca cessionaria nell'ambito della l.c.a. delle banche venete, per le pretese risarcitorie degli azionisti e restitutorie dei creditori della banca cedente*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2019, 784 ss.

favorevole al trasferimento al cessionario anche di tali oneri[620]. Ne è derivato che la giurisprudenza di primo grado ha, nella maggior parte dei casi, ritenuto responsabili gli ente ponte e gli istituti loro cessionari, dei danni derivati alla clientela in ragione delle violazioni della normativa in materia di intermediazione finanziaria poste in essere degli istituti in risoluzione[621]. L'orientamento emerso in giurisprudenza è stato fatto proprio

[620] Trib. Milano, 8 novembre 2017, n. 11173; *contra* C. A. Milano, 28 febbraio 2019, n. 917; Trib. Ancona, 20 febbraio 2019, n. 331.

[621] In questo senso cfr. Trib. Perugia, 24 giugno 2019, n. 994; Trib. Arezzo, 16 maggio 2019, n. 437; Trib. Ascoli Piceno, 15 maggio 2019, n. 353, analizzando il provvedimento di cessione dell'azienda bancaria adottato dalla Banca d'Italia ha rilevato come "*prendendo in considerazione il dato letterale della normativa sul punto, non viene affatto escluso che gli obblighi di natura risarcitoria derivanti da attività pregressa svolta dalla "vecchia banca" non siano trasferiti alla nuova banca*"; Trib. Arezzo, 6 aprile 2018, n. 407, in merito alle passività escluse evidenziato come "*l'esclusione dalla cessione riguarderebbe unicamente le passività che, diverse dai più volte menzionati strumenti di capitale (che, quindi, risulterebbero ceduti), fossero invece in essere alla data della cessione, non fossero computabili nei fondi propri e, soprattutto, presentassero un diritto al rimborso contrattualmente; subordinato al soddisfacimento dei diritti di tutti i creditori non subordinati dell'ente in risoluzione*"; Trib. Perugia, 05 marzo 2018, n. 321, che ritiene che la cessione all'ente ponte costituisca "*una fattispecie di successione a titolo particolare nel diritto controverso"* (considerazione analoga è stata espressa anche Trib. Napoli, 28 aprile 2017, n. 17669 in *ilcaso.it*; Trib. Bologna, 15 giugno 2017, n. 1488); Trib. Ferrara, 31 ottobre 2017, ha in merito rilevato che "*la lettura della norma consente di rilevare che la azione avverso l'ente ponte è preclusa a coloro che sono titolari di posizioni non cedute alla nuova banca, ovvero gli obbligazionisti secondari*", ma che nel caso di specie "*parte attrice non agisce per ottenere il rimborso delle azioni, pacificamente escluso dalla normativa di fine 2015, ma per chiedere il risarcimento del danno derivato da un inadempimento della banca ad obblighi informativi*"; Trib. Ferrara, 28 ottobre 2017, n. 2029 (ord.). Hanno invece escluso la responsabilità dei cessionari: C.A. Milano, 28 febbraio 2019; Trib. Ancona, 20 febbraio 2019, n. 331; Trib. Ferrara, 29 marzo 2018. Questo orientamento, quantomeno per quanto riguarda a rapporti pregressi, pare essere stato adottato anche da Trib. Bologna, sez. imprese, 1488/2017 e 2653/2017.

anche dall'Arbitro per le Controversie Finanziarie[622], che ha infatti ritenuto di attribuire al cessionario la responsabilità per i fatti illeciti compiuti dagli istituti di credito risolti[623].

8. Alcune considerazioni in merito all'orientamento giurisprudenziale emerso e il successivo *revirement*.

L'orientamento iniziale, della giurisprudenza ha sollevato diverse e diffuse perplessità. Le decisioni emesse non paiono, infatti, avere tenuto sufficientemente in considerazione né il dato testuale espresso nella nuova normativa in materia di risoluzione e risanamento degli istituti di credito né gli scopi che il legislatore ha inteso perseguire con la sua introduzione.

Sotto il profilo teleologico la decisione di addossare all'ente ponte, o ai soggetti cessionari, la responsabilità risarcitoria per le azioni relative alle condotte illecite poste in essere dall'istituto cedente, esperite successivamente all'avvio della risoluzione, appare infatti porsi in contrasto con uno degli obiettivi principali perseguiti dal legislatore europeo con l'adozione della nuova normativa, cioè quello della stabilità del mercato. L'eventualità che il cessionario sia chiamato a risarcire le condotte illecite poste in essere

---

[622] L'Arbitro per le Controversie Finanziarie, istituito dalla Consob con la delibera n. 19602 del 4 maggio 2016, è uno strumento di risoluzione delle controversie sorte tra investitori "*retail*" e intermediari per la violazione degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza che gli intermediari devono rispettare nella prestazione dei servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio. Possono farvi ricorso i risparmiatori solo per richieste di risarcimento comprese entro i 500.000 euro. Per approfondire cfr. M. STELLA, *Lineamenti degli arbitri bancari e finanziari: in Italia e in Europa aggiornato alla delibera Consob n. 19602 del 4 maggio 2016 istitutiva dell'Arbitro per le controversie finanziarie e al D.L. 3 maggio 2016, n. 59*, Assago, 2016; riguardo all'attività dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie si rinvia all'indirizzo internet: www.acf.consob.it.

[623] In particolare, si vedano le decisioni n. 165, 166, 167, 168,169 e 170, tutte del 9 gennaio 2018, al riguardo ritiene P. CARRIÈRE, *"Passività", "responsabilità", "soggezione" alla ricerca di corretti criteri di imputazione nella circolazione dell'azienda bancaria. Osservazioni critiche a margine della prima giurisprudenza sulle "Quattro Banche" (...ma anche sulle "Due Venete")*, in *Riv. dir. banc.*, 2, 2018, 1, nt. 1, che l'Arbitro pare avere "*accolto alquanto 'acriticamente' l'impostazione fatta propria dal Tribunale di Milano*".

dal cedente potrebbe, infatti, avere quale effetto collaterale quello di incidere negativamente sulla stabilità finanziaria del soggetto subentrante che, in maniera del tutto imprevista, potrebbe trovarsi esposto a un significativo numero di azioni risarcitorie di ammontare difficilmente prevedibile. L'incertezza in merito all'entità del rischio legale a cui potrebbe essere esposto il cessionario, avrebbe, presumibilmente, l'effetto di disincentivare i soggetti privati a proporsi quali offerenti per l'acquisto dell'azienda degli istituti in difficoltà, trasformando così i "cavalieri bianchi" in "mosche bianche". In sostanza, seguendo una tale impostazione, si avrebbe come effetto quello di rendere inutilizzabile uno degli strumenti cardine attraverso cui favorire il risanamento degli istituti in difficoltà e, probabilmente, anche quello di pregiudicare la stessa efficacia della normativa in tema di risanamento e risoluzione.

L'orientamento pare criticabile anche per ragioni strettamente giuridiche. Occorre infatti primariamente rilevare che, alla luce di quanto stabilito dalla Banca d'Italia nei provvedimento di cessione – che, come si è ricordato, prevedevano che il trasferimento avesse ad oggetto "*tutti i diritti, le attività e le passività costituenti l'azienda bancaria*" – risulta quantomeno avventata la scelta effettuata da parte della giurisprudenza di ricondurre tra le passività anche quegli obblighi futuri e incerti che sarebbero potuti sorgere solo a seguito dell'esercizio di un'azione risarcitoria. L'interpretazione fornita dai giudici di merito non pare prendere in adeguata considerazione la differenza che intercorre tra un'azione risarcitoria e una passività[624]. Diversità che la stessa autorità di risoluzione ha, invece, dimostrato di considerare laddove ha previsto la trasmissibilità agli ente ponte delle sole azioni di responsabilità, risarcitorie e di regresso già "*in essere alla di data di efficacia della cessione*". Una tale precisazione porta a ritenere, in virtù del noto broccardo latino "*ubi lex voluit dixit, ubi noluit tacuit*", che il silenzio serbato in merito alle eventuali azioni risarcitorie che avrebbero potuto essere avviate

[624] Sulla differenza tra credito e azione cfr. G. TERRANOVA, *La cessione delle azioni nelle procedure concorsuali*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2014, I, 523 ss.

successivamente all'avvio della risoluzione debba essere interpretato nel senso di escludere queste ultime dalla cessione[625].

Particolarmente controverso è risultato il significato da attribuire all'art. 47, comma 7, del d. lgs. 180/2015, secondo cui ai titolari degli strumenti finanziari non oggetto della cessione sarebbe stata preclusa la possibilità di esercitare pretese sui diritti, sulle attività o sulle passività cedute. Sebbene l'orientamento giurisprudenziale iniziale tendesse a ritenere che la norma si riferisse alle sole prerogative incorporate nei titoli, lasciando impregiudicato l'esercizio dei diritti relativi a vicende esterne al rapporto sociale o creditorio, un successivo orientamento ha, invece, fornito una interpretazione più estensiva della norma, precludendo ai titolari delle passività non cedute la possibilità di soddisfarsi sul patrimonio dell'ente ponte per "*qualunque azione giudiziale connessa alla loro precedente qualità*"[626].

Il nuovo orientamento della giurisprudenza appare maggiormente convincente anche in ragione di quanto stabilito all'art. 43 del d. lgs. 180/2015, in base al quale il "*valore complessivo delle passività cedute all'ente ponte non deve superare il valore totale dei diritti e delle attività ceduti dall'ente soggetto a risoluzione o provenienti da altre fonti*". Nelle eventualità, infatti, in cui la cessione avesse ad oggetto un ammontare di attività e passività di identico valore - come è avvenuto nel caso delle Quattro Banche[627] -

---

[625] Relativamente al trasferimento delle azioni, evidenzia D. BENZI, *Cessione dei crediti e modalità delle vendite*, in Fauceglia e Panzani (diretto da), *Fallimento e altre procedure concorsuali*, Torino, 2009, 1251, come l'elemento decisivo per il trasferimento risieda nella circostanza "*che il fatto generativo del credito si sia verificato prima del trasferimento*"; Cass. 24 ottobre 1975, 3519, in *Mass. Foro it.*, 1975, App. Milano, 2 febbraio 1996, in *dir. fall.*, 1996, II, 1091.

[626] C. A. Milano, 28 febbraio 2019, n. 917, che ha riformato la sentenza del Trib. Milano, 8 novembre 2017, n. 11173, limita il perimetro del trasferimento a "*tutti i diritti, le attività e le passività costituenti l'azienda bancaria della banca in risoluzione, ivi compresi (...) i giudizi attivi e passivi, incluse le azioni di responsabilità risarcitorie e di regresso, in essere alla data di efficacia della cessione*".

[627] In particolare, come si legge dai dati forniti da BANCA D'ITALIA, *Informazioni sulla soluzione delle crisi di Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Carichieti e Cassa di Risparmio di Ferrara*, 2015, a Nuova Banca delle Marche sono stati trasferiti attività e passività per il valore di 15,3 miliardi di

l'attribuzione dei costi delle azioni risarcitorie intraprese successivamente all'avvio della risoluzione, in assenza di una adeguata compensazione da parte del fondo di risoluzione, genererebbe un evidente squilibrio patrimoniale che, oltre a violare la predetta disposizione, potrebbe mettere a rischio il buon esito delle azioni di risoluzione.

L'orientamento teso a inibire, ai soggetti titolari degli strumenti non ceduti, l'esercizio dell'azione risarcitoria, nei confronti degli enti ponte e dei cessionari, oltre ad evitare comportamenti opportunistici, risulta altresì conforme al principio del *no creditor worse off*: Infatti, anche nell'eventualità in cui fosse stata disposta la liquidazione dell'ente, ai sensi dell'art. 83, comma 3, del T.U.B., ad essi sarebbe stata preclusa la possibilità di esperire tale azione, stante la concomitanza della procedura concorsuale[628]. Di tali considerazioni pare essersi avveduta la giurisprudenza che, mutando l'orientamento iniziale, ha ritenuto di escludere la responsabilità degli ente ponte (e degli istituti cessionari) per le azioni risarcitorie fatte valere solo successivamente all'avvio della risoluzione. Questo nuovo orientamento si è, in parte, fondato anche sulla considerazione che la disciplina prevista dal d. lgs. 180/2015, a cui dovesse ritenersi assoggettato il trasferimento agli ente ponte, consentisse di qualificare quest'ultima alla stregua di una cessione *sui generis*[629], risolvendo in questo modo il problema relativo alla compatibilità

---

euro; Nuova Banca dell'Etruria e del Lazio per 7,1 miliardi di euro; Nuova Cassa di Risparmio di Chieti per 3,4 miliardi di euro e Nuova Cassa di Risparmio di Ferrara per 3,7 miliardi di euro.

[628] In base al quale, dalla data di insediamento degli organi liquidatori, "*contro la banca in liquidazione non può essere promossa né proseguita alcuna azione*"; al riguardo si v. in giurisprudenza Cass. civ, sez. lav., 11 ottobre 2012, n. 17327; Cass. civ., sez. I, 15 maggio 2001, n. 6659.

[629] Volendo ricondurre la cessione aziendale regolata dal d.lgs. 180/2015 a una fattispecie già tipizzata dal legislatore, con la quale eventualmente sopperire in via analogica agli eventuali e inevitabili vuoti normativi che possono venirsi a creare, pare dunque più opportuno accostare la cessione di attività o passività, da parte della banca in dissesto all'ente ponte, alla disciplina stabilita dall'art. 90, comma 2, del T.U.B., norma con cui il legislatore ha provveduto a disciplinare il trasferimento dell'azienda bancaria nel corso della liquidazione coatta amministrativa. Quest'ultima ipotesi risulta più convincente in ragione delle similitudini tra la procedura di liquidazione coatta amministrativa e la risoluzione, processi che il legislatore ha proposto quali strumenti alternativi per la gestione delle crisi degli istituti bancari. I due strumenti condividono, infatti, non solo i presupposti fattuali - elencati all'art. 17 del d. lgs. 180/2015 - al ricorrere dei quali è possibile attivarli, ma anche l'obiettivo di permettere una gestione ordinata del dissesto. Ulteriori

dell'art. 58 del T.U.B. con quanto stabilito al secondo comma dell'art. 2560 del Codice civile.

Ai titolari degli strumenti azzerati danneggiati dal comportamento degli intermediari, che non abbiano fatto valere le proprie pretese risarcitorie prima dell'avvio della risoluzione, rimane dunque, quale unica strada, quella di agire nei confronti dei responsabili persone fisiche e dagli altri soggetti che hanno materialmente concorso a cagionare il danno, come ad esempio i soggetti che hanno erroneamente certificato la situazione contabile degli istituti poi risolti[630].

---

similitudini tra la risoluzione e la liquidazione coatta amministrativa sono state individuate nel ruolo e nei poteri degli organi incaricati della loro gestione (in merito si v. B. INZITARI, *La risoluzione e la condivisione*, in A. Jorio e B. Sassani (a cura di), *Trattato delle procedure concorsuali*, Milano, 2017, 1218 ss.). La possibilità di accostare la disciplina relativa alle cessioni effettuate nel corso della risoluzione a quella stabilita dall'art. 90, comma 2, del T.U.B. consentirebbe inoltre di valorizzare la valutazione compiuta dall'esperto indipendente (ex art. 23 e ss. del d.lgs. 180/2015) in merito alla situazione finanziaria e patrimoniale dell'ente posto in risoluzione, che a seguito dell'orientamento inizialmente emerso in giurisprudenza avrebbe potuto perdere gran parte della propria utilità. Nelle intenzioni del legislatore, i risultati delle analisi condotte dall'esperto indipendente dovrebbero, infatti, rappresentare il presupposto logico in base al quale l'autorità di risoluzione definisce la strategia e le azioni da intraprendere nei confronti di un istituto in difficoltà. È evidente, però, che le probabilità di successo delle operazioni previste risulteranno *ab origine* compromesse se la responsabilità patrimoniale dei cessionari venisse estesa anche a quelle passività sorte successivamente alla conclusione del processo di stima previsto dalla normativa. L'accostamento tra i due strumenti consentirebbe anche di attribuire alla valutazione compiuta dall'esperto indipendente, e fatta propria dall'autorità di risoluzione, la stessa funzione cristallizzante della situazione contabile dell'ente in dissesto che assume l'accertamento dello stato passivo nella liquidazione coatta amministrativa. Naturalmente nei due strumenti resta una differenza di posizione del creditore nei confronti della situazione contabile accertata. Nel caso della liquidazione coatta amministrativa al creditore escluso dall'accertamento è concesso un termine entro cui poter chiedere il riconoscimento delle proprie ragioni; questa possibilità non ricorre, invece, nel caso della valutazione dell'esperto indipendente. Al riguardo occorre tuttavia rilevare che non avendo la risoluzione finalità liquidatoria, ai titolari delle passività non considerate nella valutazione dell'esperto indipendente è concesso il più lungo margine temprale, previsto per prescrizione dei diritti, per rivendicare le proprie posizioni.

[630] C. A. Milano, 28 febbraio 2019, n. 917 "*la cessione comprende gli eventuali diritti risarcitori che dovessero essere azionati dalla Banca cedente nei confronti degli ex esponenti aziendali, del soggetto incaricato della revisione dei conti e di ogni altro soggetto responsabile dei danni patrimoniali alla stessa*

9. Le iniziative tese al ristoro dei soggetti coinvolti nei dissesti bancari.

Il trasferimento, con le modalità di cui si è visto, delle attività *in bonis* delle quattro banche in risoluzione e delle due poste in liquidazione coatta amministrativa ha evitato che il loro dissesto avesse effetti di contagio e creasse forti turbolenze nel mercato del credito e nell'economia reale. Il salvataggio delle attività di quelle banche ha, però, inevitabilmente comportato dei costi rilevanti soprattutto per chi avesse in esse investito. Per il numero di investitori colpiti e per l'ammontare delle perdite prodotte questa ricaduta negativa della soluzione delle crisi ha richiamato l'attenzione dell'opinione pubblica e delle classi politiche. Un'attenzione acuita da due circostanze. Gli investitori ritenevano, in non pochi casi, di essere vittime di *misselling* e, inoltre, molti dei danneggiati erano considerati piccoli risparmiatori, indotti ad assumersi rischi non ponderabili con il livello delle loro conoscenze finanziarie, i quali con l'azzeramento o la svalutazione dei titoli avevano perso parti rilevanti del loro patrimonio finanziario, quando non interamente.

Le pressioni dei risparmiatori danneggiati e dei loro comitati e associazioni di tutela, ragioni di opportunità politica e il desiderio di evitare un diffuso contenzioso legale, fecero ritenere opportuno proporre compensazioni, almeno parziali, della perdita di valore dei loro investimenti. L'impegno finanziario più rilevante è stato sostenuto dallo Stato, ma si registra anche un'iniziativa promossa dalle stesse banche che successivamente sarebbero state assoggettate a liquidazione coatta amministrativa. In entrambi i casi sono stati privilegiati solo i possessori di particolari tipologie di passività[631]. Le due linee di

---

arrecati [...]"; questo pare essere stato l'orientamento adottato anche da Trib. Ancona, 20 febbraio 2019, n. 331.

[631] Sebbene le offerte non riguardassero i possessori di strumenti subordinati appare opportuno, in questa sede, evidenziare gli sforzi effettuati dalle due banche per cercare di risolvere la situazione di difficoltà economica in cui si erano venute a trovare. Agli inizi del 2017, infatti, Veneto Banca e la Banca Popolare di Vicenza erano due enti creditizi in grave difficoltà ma ancora *in bonis*, e ogni tentativo di un rilancio passava necessariamente per una forte riduzione passività e del rischio legale a esse connesso. Con questi obiettivi, gli organi amministrativi delle due banche proposero ciascuna una distinta Offerte di Transazione (OT), rivolta ai rispettivi sottoscrittori delle azioni e delle obbligazioni convertibili emesse, tra *il 1° gennaio 2007 e il 31 dicembre 2016, in occasione degli aumenti di capitale effettuati entro quelle date e possedute*

intervento pur prevedendo entrambe di indennizzare gli investitori perseguono finalità differenti: più direttamente volto alla tutela degli enti l'intervento privato; con un indirizzo più sociale, e anche con obiettivi politici, quello pubblico.

---

*all'ultima data citata (*Per un inquadramento civilistico delle due offerte di transazione cfr., S. PELLEGATTA, *L'offerta pubblica di transazione nella recente crisi delle banche venete*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 1, 2018, 50 ss.). *L'adesione all'OT avrebbe comportato per gli investitori della Popolare di Vicenza un indennizzo in contanti di 9 euro per ogni azione e quelli di Veneto Banca una compensazione pari al 15% della perdita teorica subita (I dettagli dell'accordo offerto da Veneto Banca sono disponibile al seguente indirizzo internet: https://www.mdc.fvg.it/allegatiAdArticoli/Credito_Risparmio_Investimenti/AssistenzaBancheVenete/Regolamento_Offerta_Transazione_ai_Possessori_di_Azioni_Veneto_Banca.pdf).* La proposta sarebbe diventata vincolante per le banche coinvolte se accettata, nel periodo 10 gennaio – 15 marzo 2017, da almeno l'80% delle azioni oggetto dell'offerta. *Alle due offerte, per molti versi analoghe, potevano aderire azionisti che fossero persone fisiche (compresi i dipendenti e gli ex dipendenti delle banche), ditte individuali, società semplici, società in nome collettivo, società in accomandita semplice, enti no profit e* onlus*, fondazioni e associazioni, enti religiosi,* curatele fallimentari, che ritenessero di essere stati indotti alla sottoscrizione dei titoli da pratiche commerciali scorrette messe in atto dalle banche (erano invece escluse dalla offerte, le azioni: possedute da investitori istituzionali o professionali; acquisite in episodi di c.d. "capitale finanziato"; acquisite per effetto di donazioni, oppure per successioni *mortis causa* in un momento temporale non rientrante nei periodi di riferimento; oggetto di trasferimenti *inter vivos* successivi alla data del 28/08/2015; acquistate avvalendosi esclusivamente dell'intermediazione di istituti/intermediari diversi dalle due banche e dagli altri istituti dei loro gruppi; possedute dagli amministratori e dagli alti dirigenti delle banche nei periodi di riferimento). A fronte dell'indennizzo ricevuto, gli investitori avrebbero *rinunciato a far valere in giudizio ogni loro diritto* relativo alle operazioni di acquisto o sottoscrizione di azioni effettuate in qualunque tempo dall'azionista, o al loro mancato disinvestimento. In particolare, la rinuncia doveva riguardare: la determinazione del prezzo delle azioni; la correttezza e completezza dell'informativa societaria; il rispetto, da parte della banca, di obblighi relativi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari o la prestazione dei servizi di investimento; le criticità emerse da accertamenti ispettivi di Autorità competenti. La percentuale dell'80% non fu raggiunta per nessuna delle due banche, ma l'adesione raggiunse percentuali (pari al 71,9% per BPV e al 72,6% VB del numero di azionisti ai quali erano rivolte le offerte) che testimoniavano il gradimento dell'offerta da parte dei sottoscrittori dei titoli e furono ritenute, dai rispettivi organi di amministrazione, soddisfacenti per rinunciare a far valere la condizione sospensiva, cfr. *Popolare Vicenza Ok alla transazione. Ai soci 193 milioni*, *Il Giornale di Vicenza*, 11 aprile 2017, https://www.ilgiornaledivicenza.it/home/economia/popolare-vicenza-ok-alla-transazione-ai-soci-193-milioni-1.5624587.

9.1. Un indennizzo pubblico per i detentori di obbligazioni subordinate.

Come si è più sopra accennato la pressione degli investitori, che hanno visto azzerarsi o svalutarsi i valori dei loro investimenti nelle banche in dissesto, ha indotto i governi che si sono succeduti alla guida del paese negli ultimi quattro anni ad intervenire con un susseguirsi di misure per indennizzare almeno parzialmente le perdite da questi subite. Particolare attenzione è stata posta sui titolari delle obbligazioni subordinate. La prima disciplina delle prestazioni a favore dei possessori di titoli delle banche in dissesto fu introdotta con i commi 855 e ss. della legge finanziaria per il 2016[632]. Con il comma 855 fu infatti istituito un Fondo di solidarietà per l'erogazione di un indennizzo in favore di coloro che detenevano strumenti finanziari subordinati delle Quattro Banche alla data del 23 novembre 2015[633]. Il Fondo di Solidarietà fu finanziato con 100 milioni di euro, la cui copertura fu imposta al FITD, al quale fu ne affidata anche la gestione (di tutte o di alcune fasi). La decisione della Commissione europea in merito alla vicenda Tercas[634], ha suggerito al legislatore di specificare che il Fondo di Solidarietà operava "*in conformità al quadro normativo europeo sugli aiuti di Stato*"[635].

La disciplina del Fondo di Solidarietà, integrata successivamente con il decreto legge 59/2016, stabiliva che potessero ottenere l'indennizzo: persone fisiche, imprenditori individuali, imprenditori agricoli, coltivatori diretti, nonché i loro coniugi, conviventi *more uxorio*, parenti entro il secondo grado in possesso delle obbligazioni subordinate a seguito di trasferimento con atto tra vivi. L'accesso al Fondo di Solidarietà prevedeva due

---

632 Cfr. Legge 28 dicembre 2015, n. 208, relativo a Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge di stabilità 2016).

633 Si tratta della data di entrata in vigore del decreto legge 22 novembre 2015, n. 183, recante Disposizioni urgenti per il settore creditizio (decaduto per mancata conversione), sulla risoluzione delle quattro banche.

634 In merito si v. nt. 538.

635 Cfr. art. 1, c. 856, della Legge 28 dicembre 2015, n. 208.

diverse procedure: una consentiva di ottenere l'erogazione dell'indennizzo direttamente dal Fondo, l'altra lo subordinava ad un lodo arbitrale. Oltre che per il grado di complessità, le due procedure si differenziano per essere indirizzate a investitori le cui condizioni economiche, al momento della richiesta dell'indennizzo, erano diverse.

9.1.1. L'accesso al Fondo con l'erogazione diretta.

L'erogazione diretta dell'indennizzo da parte Fondo di Solidarietà era prevista per gli investitori che, al 31 dicembre 2015, possedevano un patrimonio mobiliare inferiore a 100.000 euro oppure un reddito complessivo ai fini IRPEF, relativo all'anno 2014, inferiore a 35.000 euro[636]. Nelle intenzioni del legislatore, questi limiti, avrebbero dovuto, evidentemente, limitare la concessione dell'indennizzo a investitori di modeste condizioni economiche. Come è stato rilevato, "*poiché i due criteri non devono essere soddisfatti congiuntamente, potranno beneficiare del rimborso anche i risparmiatori che non versano in uno stato di bisogno: chi ha pochi spiccioli sul conto corrente, non ha Bot, obbligazioni o azioni potrebbe percepire uno stipendio, una pensione o un altro tipo di reddito di importo anche di decine di migliaia di euro ogni mese. A sua volta, chi non supera il limite di reddito indicato potrebbe essere proprietario di un patrimonio mobiliare immenso e di un consistente patrimonio immobiliare che, però, non è neanche considerato, avendo posto un limite al reddito Irpef e non all'Isee*"[637]. L'indennizzo forfettario previsto era pari all'80% (successivamente elevato al 95 per cento[638]) del

[636] Cfr. art. 9, c. 1, del decreto legge 3 maggio 2016, n. 59 (convertito con modificazioni dalla L. 30 giugno 2016), Disposizioni urgenti in materia di procedure esecutive e concorsuali, nonché a favore degli investitori in banche in liquidazione, pubblicato in G.U. 02/07/2016, n. 153.

[637] R. LUNGARELLA e F. VELLA, *Banche fallite, partono gli indennizzi per i risparmiatori*, in lavoce.info, 2019, disponibile all'indirizzo internet: https://www.lavoce.info/archives/60854/banche-fallite-partono-gli-indennizzi-per-i-risparmiatori/

[638] Cfr. art. 9, c. 3, del decreto legge 3 maggio 2016, n. 59. Per evitare disparità di trattamento dovute unicamente al momento in cui l'istanza era stata accolta, l'art. 1, comma 506, della legge 30 dicembre 2018, n. 145, in ragione della modifica dell'entità dell'indennità riconosciuta agli aventi diritto ha attribuito al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi il compito di provvedere all'integrazione, della somma

corrispettivo pagato per l'acquisto degli strumenti finanziari. Non viene posto alcun limite né all'importo dell'indennizzo né al prezzo pagato per l'acquisto delle obbligazioni[639].

Il legislatore stabilì che potessero essere indennizzate solo le obbligazioni acquistate "*nell'ambito di un rapporto negoziale diretto con la Banca in liquidazione che li ha emessi*"[640], e non anche quelle acquistate presso soggetti terzi. Questa limitazione può essere considerata un implicito riconoscimento da parte del legislatore della potenziale illegittimità delle pratiche di collocamento dei titoli messe in atto dalle banche coinvolte.

9.1.2. L'accesso al Fondo a seguito di accertamento arbitrale.

Le condizioni relative alle caratteristiche dei titoli (acquisto nell'ambito di un rapporto negoziale con la banca entro il 12 giugno 2014 e possesso alla data della risoluzione della banca) e il possesso dei requisiti soggettivi richiesti per la procedura di accesso diretto, dovevano ricorrere anche nel caso si fosse voluto accedere al Fondo di Solidarietà attraverso la procedura arbitrale prevista dai commi 858-859 della legge finanziaria per il 2016[641]. Ciò che differiva rispetto alla procedura di accesso diretto erano dunque le sole condizioni economiche richieste all'istante. La scelta, da parte del detentore delle obbligazioni subordinate, di una delle due procedure escludeva, automaticamente la

---

corrisposta, per quei rimborsi che al momento dell'entrata in vigore della norma risultavano già stati effettuati.

[639] Va osservato che nelle intenzioni del legislatore si sarebbe dovuto stabilire un limite all'ammontare dell'indennizzo. L'art. 1, c. 857, lett. c), della l. 208/2015 prevede infatti che il ministro dell'economia e finanze, di concerto con quello della giustizia, avrebbero dovuto emanare uno o più decreti per definire, tra le altre cose "i criteri di quantificazione delle prestazioni, determinate in importi corrispondenti alla perdita subita, fino a un ammontare massimo".

[640] Cfr. art. 8, c. 1, lett. a), del decreto legge 3 maggio 2016, n. 59

[641] I criteri e le modalità di nomina e di funzionamento dei collegi arbitrali sono stati definiti con D. P. C. M. del 28 aprile 2017, n. 82. Regolamento recante criteri e modalità di nomina degli arbitri, supporto organizzativo alle procedure arbitrali e modalità di funzionamento del collegio arbitrale per l'erogazione, da parte del Fondo di solidarietà, di prestazioni in favore degli investitori, a norma dell'articolo 1, comma 859, della legge 28 dicembre 2015, n. 208.

possibilità di ricorre all'altra; l'attivazione della procedura arbitrale, rendeva improcedibile l'istanza già eventualmente avanzata di accesso all'indennizzo diretto al Fondo; mentre la proposizione di un'azione risarcitoria innanzi all'autorità giudiziaria escludeva la possibilità di ricorrere all'arbitrato; e adire il giudice ordinario, in pendenza del giudizio arbitrale, impediva la pronuncia o l'efficacia del lodo nei confronti del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositanti[642].

L'investitore che avesse superato entrambi i livelli degli indicatori di condizione economica per chiedere l'erogazione dell'indennizzo doveva necessariamente attivare la procedura del lodo arbitrale. Per stabilire se l'investitore ha diritto all'indennizzo diretto, occorre svolgere un'istruttoria molto semplice, tesa sostanzialmente ad accertare il possesso degli strumenti subordinati nel periodo previsto dalla normativa e il loro valore, oltre, naturalmente, al possesso dei requisiti soggettivi e oggettivi. Nella procedura arbitrale sull'investitore ricadeva invece l'onere probatorio in merito alla violazione, da parte dell'intermediario, degli obblighi di informazione, diligenza, correttezza e trasparenza previsti dal T.U.F. nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento relativi alla sottoscrizione o al collocamento degli strumenti subordinati; la responsabilità della banca deve essere svolta sulla base di una serie di indici presuntivi e di altri elementi di indagine contenuti nelle linee guida predisposte dall'Autorità nazionale anticorruzione[643] (ANAC). Nel periodo di attività il Fondo di Solidarietà ha operato solo a favore degli investitori delle quattro banche e ha liquidato circa 17.000 istanze erogando indennizzi per circa 225 milioni di euro[644], senza che nei confronti dell'Italia sia stata proposta un'infrazione per violazione della normativa sugli aiuti di Stato.

---

[642] I dettagli dell'offerta al pubblico da parte del FITD sono disponibili all'indirizzo internet: https://www.fitd.it/Comunicazioni/Download/18.

[643] Cfr. le linee guida adottate dall'ANAC relative alla Camera Arbitrale per i contratti pubblici presso Autorità Nazionale Anticorruzione del 17 luglio 2017, disponibili all'indirizzo internet: https://www.anticorruzione.it/portal/rest/jcr/repository/collaboration/Digital%20Assets/anacdocs/Autorita/CollegioArbitrale/Linee_Guida_Camera%20arbitrale_%2027072017.pdf

[644] I possessori di obbligazioni subordinate delle quattro banche avvalendosi delle due procedure di accesso al fondo hanno presentato 17.773 istanze, delle quali 16.746 liquidate con un indennizzo complessivo di

La possibilità di accedere alla sola procedura di indennizzo diretto del Fondo di Solidarietà fu estesa[645], alle stesse condizioni già viste per le Quattro Banche, anche ai possessori degli strumenti finanziari di debito subordinato emessi dalle due banche venete, ai quali furono erogati circa 27 milioni di euro di indennizzo[646].

Esaurita la funzione del Fondo, il Parlamento ha ritenuto di continuare la politica di indennizzo degli investitori. Con le disposizioni contenute nella legge sul bilancio di previsione dello Stato per il 2018, modificate successivamente, fu istituito un Fondo di ristoro finanziario, con una dotazione di 25 milioni per ognuno degli anni dal 2018 al 2021, con lo scopo di anticipare ai risparmiatori l'erogazione delle somme ad essi

---

225 milioni di euro. Gli investitori hanno preferito la procedura dell'indennizzo forfettario rispetto a quella del lodo arbitrale. Alla data del 29 marzo 2018 (cfr. comunicato stampa del FITD riportato all'indirizzo https://www.fitd.it/Home/FDS_info_attivita_quattroBanche) ricorrendo alla prima delle due procedure citate erano presentate 16.038 pratiche di indennizzo, delle quali 15.550 circa accettate. La quota maggioritaria di esse sono state presentate dagli investitori di Banca Etruria e del Lazio (oltre il 45% del totale) e dalla Cassa di Risparmio di Ferrara (40% circa). L'indennizzo complessivo liquidato è stato di 181 milioni di euro, per un importo medio a pratica di circa 11.700 euro. La distribuzione per importo degli indennizzi liquidati fa registrare una concentrazione dei due terzi delle pratiche nella classe fino a 10.000 euro. La quasi totalità dei singoli indennizzi non supera i 100.000 euro, ma in 21 casi si supera la soglia dei 200.000 e in uno addirittura quella dei 500.000. Alla data del 4 ottobre 2019 (https://www.fitd.it/Home/FDS_info_attivita_arbitrato) i collegi arbitrali avevano liquidato 1.304 lodi disposti (le pratiche presentate erano 1.735), per un indennizzo complessivo di 44,53 milioni di euro, e medio per pratica di quasi 44.000 euro.

[645] Artt. 6 e 7 del decreto legge 25 giugno 2017, n. 99 (convertito con modificazioni dalla L. 31 luglio 2017, n. 121) Disposizioni urgenti per la liquidazione coatta amministrativa di Banca Popolare di Vicenza S.p.A. e di Veneto Banca S.p.A., G.U. n. 146 del 25-06-2017.

[646] Alla data del 4 ottobre 2019, i sottoscrittori in obbligazioni subordinate delle due banche venete poste in l.c.a. il 25 giugno avevano presentato 8.529 istanze di indennizzo, per il 97% del totale relative a titoli emesse dalla Banca Popolare di Vicenza. Le 5.891 liquidate sono state ristorate con 29,4 milioni di euro. Il ristoro medio è stato di 4.964 euro; nel 73% dei casi l'indennizzo è stato inferiore a 5.000 euro, 27 investitori hanno ricevuto un ristoro di oltre 50.000 euro e per 7 di essi ha superato la soglia dei 100.000 euro (https://www.fitd.it/Home/FDS_info_attivita_bancheVenete).

riconosciute come danno ingiusto, causato da *misselling* della banca, a seguito di sentenza del giudice, pronuncia dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF) o pronuncia degli arbitri presso la camera arbitrale dell'ANAC[647].

9.2. Un nuovo Fondo di indennizzo per i risparmiatori azionisti e obbligazionisti subordinati delle banche in liquidazione.

Con la legge di bilancio per l'anno 2019 fu promosso un nuovo strumento per la concessione di un indennizzo monetario a favore degli investitori delle banche in questione. Il legislatore ha destinato rilevanti risorse finanziare a tale strumento ma contestualmente ha proceduto all'ampliamento delle classi di passività per le quali è possibile elargirli.

Con i commi dal 493 al 507 dell'art. 1 della Legge 30 dicembre 2018, n. 145 è stato istituito e disciplinato il Fondo indennizzo risparmiatori (di seguito anche solo Fondo di Indennizzo), con una dotazione di 525 milioni per ognuno degli anni dal 2019 al 2021. Lo strumento deliberato dal Parlamento si discosta per importanti aspetti rispetto a come era configurato nel disegno di legge relativo al bilancio della Stato per il 2019[648].

Rispetto al Fondo di ristoro finanziario, il nuovo fondo amplia in due distinte direzioni l'area dei soggetti che possono richiedere l'indennizzo. Al ristoro elargito dal Fondo di Indennizzo possono concorrere, oltre alle persone fisiche, imprenditori individuali, agricoli o coltivatori diretti, anche le organizzazioni di volontariato, le associazioni di promozione sociale, le microimprese con meno di 10 dipendenti e un fatturato o un

---

[647] Gli strumenti finanziari dovevano essere stati emessi da banche sottoposte ad azione di risoluzione o poste in liquidazione coatta amministrativa, dopo il 16 novembre 2015, data di entrata in vigore del D. Lgs. 180/2015, e prima della data di entrata in vigore della legge di bilancio 2018. I risparmiatori che si trovavano in queste condizioni poteva ottenere dal Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e degli investitori istituito presso la Consob l'erogazione del 30%, entro il limite di 100.000 euro dell'importo liquidato.

[648] CAMERA DEI DEPUTATI, *Disegno di Legge presentato dal Ministro dell'economia e delle finanze (TRIA), Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021*, Atto 1334, Presentato il 31 ottobre 2018.

bilancio annuo non superiori a 2 milioni di euro[649]. Le ultime tre categorie citate, tra quelle ammesse, non risultavano tra i possibili beneficiari nel disegno di legge e sono state aggiunte con un maxi-emendamento che stravolse ben più profondamente la struttura e le finalità originarie dello strumento. Inoltre, gli indennizzi del Fondo possono essere richiesti oltre che dai possessori delle obbligazioni subordinate anche dagli azionisti. L'inserimento di quest'ultima classe di passività costituisce un'innovazione rilevante rispetto all'esperienza maturata con i precedenti strumenti, le cui provvidenze erano riservate unicamente ai possessori di obbligazioni subordinate. Va osservato che nel disegno di legge contenente la legge di bilancio 2019, questi ultimi non erano neanche considerati tra i possibili beneficiari del Fondo di Indennizzo.

Il Fondo di Indennizzo può corrispondere un ristoro non superiore a 100.000 euro (al netto di eventuali somme che possono già essere state ricevute a titolo vario) per ogni risparmiatore, importo commisurato al 30% e al 95% del costo di acquisto rispettivamente delle azioni e delle obbligazioni subordinate. La sua erogazione è riservata ai risparmiatori che "*hanno subito un pregiudizio ingiusto [..] in ragione delle violazioni massive degli obblighi di informazione, diligenza, correttezza, buona fede oggettiva e trasparenza*" previsti dal Testo Unico Finanziario. Il Parlamento non approvò la norma, contenuta nel disegno di legge, che richiedeva che l'ingiusto pregiudizio fosse "*riconosciuto con sentenza del giudice o con pronuncia dell'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF)*". L'eliminazione della valutazione caso per caso ha di fatto bloccato l'operatività del Fondo di Indennizzo, per il timore dell'apertura di una procedura, da parte della Commissione europea, per violazione della normativa sugli aiuti di Stato. Per evitare questo rischio con l'art. 36 del decreto legge 34/2019 il legislatore ha sostanzialmente definito due diverse procedure di valutazione del pregiudizio ingiusto. Il Parlamento italiano deve aver ritenuto, più verosimilmente a seguito di un preventivo accordo con la Commissione europea, che non contrasterebbe con la disciplina sugli aiuti di Stato l'erogazione dell'indennizzo anche in assenza di una sentenza del giudice relativa ad ogni singola richiesta, se il riconoscimento in via presuntiva del danno da pregiudizio ingiusto

[649] L'art. 1, c. 495, della Legge 30 dicembre 2018, n. 145, esclude dalla possibilità di beneficiare dell'indennizzo, le controparti qualificate e i clienti professionali; altre esclusioni sono elencate al comma 493.

fosse possibile sulla base di uno schema di classificazione predefinito delle violazioni commesse dalle banche.

Le modifiche e le integrazioni alla normativa originaria del Fondo di Indennizzo introdotte con il citato articolo 36 del d. l. 34/2019, prevedono, la definizione di una tipizzazione delle violazioni massive imputabili alle banche. Tale definizione è affidata ad una commissione tecnica istituita con l'art. 36 citato che ha anche il compito di valutare le istanze di indennizzo che rientrano in una delle tipologie di violazioni seriali predefinite e l'esistenza di un nesso di causalità con il danno subito dagli investitori. La commissione tecnica non è quindi chiamata a svolgere un'istruttoria di merito bensì un esame per la verifica del possesso, da parte dell'investitore, dei requisiti soggettivi e oggettivi richiesti e della sussistenza della violazione massiva e del conseguente danno. A questa procedura semplificata possono, però, ricorrere solo gli investitori con un reddito Irpef inferiore a 35 mila euro nel 2018 oppure con un patrimonio mobiliare inferiore a 100 mila euro[650]. Superati questi limiti le istanze sono sottoposte singolarmente ad una valutazione di merito da parte commissione tecnica, attraverso una procedura più strutturata e complessa. Ma alla prova dei fatti gli elementi sostanziali che la commissione tecnica può valutare nei singoli casi saranno verosimilmente gli stessi considerati per definire le violazioni massive. D'altra parte, non sarebbe equo, oltre che essere possibile motivo di contenzioso, negare il ristoro ad un investitore che ritiene di essere vittima di un pregiudizio ingiusto derivante da un comportamento della banca classificato tra violazioni massive, in ragione del fatto che supera entrambi i limiti di condizione economica entro i quali potrebbe accedere all'indennizzo diretto.

[650] Sull'interpretazione di questi valori economici cfr. R. LUNGARELLA e F. VELLA, cit.

SINTESI CONCLUSIVA

La recente crisi economico-finanziaria e gli effetti che ne sono conseguiti, hanno portato a un sostanziale ripensamento degli strumenti e delle modalità attraverso cui gestire i dissesti degli istituti creditizi.

Fino allo scoppio della bolla immobiliare statunitense era prassi comune nelle diverse giurisdizioni che i procedimenti di ristrutturazione degli istituti creditizi in dissesto - per i quali non era stato possibile giungere a una positiva soluzione di mercato - venissero finanziati facendo ricorso a risorse di natura pubblica, scaricando, così, i costi del salvataggio sui contribuenti. Questa prassi ha trovato una diffusa applicazione anche durante i primi anni della recente crisi: diversi Stati europei sono, infatti, intervenuti in soccorso dei propri istituti di credito o addirittura, nei casi più gravi, dell'intero settore bancario nazionale, per garantire la stabilità del sistema finanziario e la regolare erogazione del credito alle famiglie e all'economia. Come è risultato dall'analisi svolta in precedenza, nelle fasi più acute della crisi, questo *modus operandi* di gestione dei dissesti bancari non fu sanzionato dalla Commissione europea, la quale, invece, individuò nell'intervento pubblico uno strumento per salvaguardare i risparmiatori europei ed evitare che venisse meno la loro fiducia nel sistema finanziario. Con le prime Comunicazioni sul settore bancario, la Commissione fornì un'interpretazione dei Trattati che rese meno rigida la valutazione relativa la compatibilità dell'intervento pubblico in campo finanziario con la normativa europea in materia di aiuti di Stato; ciò facilitò il compito delle autorità pubbliche chiamate a evitare il collasso dell'intera economia europea e consentì che anche i titolari dei depositi e delle passività delle banche bisognose di soccorso potessero beneficiare degli interventi da esse finanziati.

Il crescente utilizzo di risorse pubbliche per finanziare gli interventi di salvataggio non solo risultò sempre meno sostenibile per i bilanci statali, ma rafforzò anche la convinzione che l'affidamento circa un probabile salvataggio, con risorse pubbliche, potesse alimentare comportamenti opportunistici da parte del *management* e dei proprietari degli istituti di credito. Né conseguì un confronto tra le autorità di regolamentazione dei diversi Paesi, finalizzato a individuare nuove modalità di gestione della ristrutturazione (e

dell'ordinata uscita dal mercato) degli enti bancari e finanziari in dissesto, che indusse a ritenere che i costi relativi agli interventi necessari avrebbero dovuto essere sostenuti, quantomeno in prima battuta, dai soggetti che negli stessi avevano deciso di investire.

Questo nuovo orientamento è stato recepito anche dalle istituzioni europee. Una volta superata la fase più acuta della crisi, la stessa Commissione europea ha provveduto a modificare il proprio precedente orientamento, con l'introduzione di parametri più severi sulla base dei quali valutare la compatibilità, con la normativa europea sulla concorrenza, delle richieste di autorizzazione degli interventi pubblici. In particolare, con la Comunicazione sul settore bancario del luglio 2013, essa subordinò l'autorizzazione di un eventuale finanziamento pubblico a favore di banche in dissesto, al preventivo concorso degli azionisti e degli altri creditori ai costi del risanamento, introducendo il cosiddetto *burden sharing.*

La posizione adottata dalla Commissione è stata fatta propria anche dal legislatore europeo con l'emanazione della Direttiva 2014/59/UE che ha istituito un quadro normativo comune a tutti gli Stati membri dell'Unione in materia di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento. Questo atto normativo è parte di un articolato e complesso quadro di riforma che ha portato a una profonda modifica sostanziale sia dell'architettura del sistema di vigilanza sul mercato europeo sia delle regole in materia di supervisione bancaria e finanziaria applicabili agli istituti operanti sul territorio dell'Unione europea.

La Direttiva 2014/59/UE, unitamente al Regolamento (UE) n. 806/2014, ha profondamente modificato le discipline con cui i diversi Stati membri gestivano, in precedenza, la crisi degli istituti bancari, provvedendo a delineare strumenti, procedure e obiettivi comuni a tutti i Paesi membri. Con essa, il legislatore europeo ha disciplinato la possibilità di avvalersi di una pluralità di azioni alla quali ricorrere per gestire la crisi di una banca con interventi proporzionati alle diverse fasi della sua evoluzione. Specifica attenzione è stata posta nel definire un primo set di strumenti per prevenire l'insorgere di situazioni di crisi e per favorire la pronta reazione da parte degli amministratori dell'istituto o delle autorità competenti. Questa è la funzione assegnata principalmente al piano di risanamento e a quello di risoluzione che, rispettivamente, ciascuna singola banca e l'autorità di risoluzione devono redigere e aggiornare con cadenza almeno

annuale, indipendente dallo stato di salute dell'ente. All'autorità di risoluzione sono stati attribuiti anche poteri che le consentono di attivare misure c.d. di intervento precoce, per evitare che una situazione di difficoltà si trasformi in dissesto dell'ente creditizio.

La nuova normativa europea ha ampliato le procedure che possono essere attivate per la gestione dei dissesti bancari, con conseguenti risvolti anche sul versante della partecipazione degli azionisti e dei creditori alla copertura delle perdite e alla ricapitalizzazione delle imprese. A seguito del recepimento della Direttiva 2014/59/UE, nella legislazione italiana, avvenuto con i d. lgs. 180 e 181 del 16 novembre 2015, sono state introdotte due diverse alternative alla liquidazione coatta amministrativa della banca in crisi: procedere alla svalutazione e/o conversione dei suoi strumenti di capitale e delle passività subordinate da essa emesse (c.d. *write off*) o assoggettarla alla risoluzione. Quest'ultima può essere attivata dall'autorità di risoluzione solo al verificarsi di determinate condizioni, tra le quali, la sussistenza di un interesse pubblico che non potrebbe essere tutelato con il ricorso a uno degli altri strumenti previsti dalla normativa. L'avvio della risoluzione consente all'autorità di risoluzione il riscorso a specifici strumenti.

Nel quadro dei dispositivi italiani disponibili per la gestione delle crisi, la procedura della risoluzione ha consentito di affiancare a due strumenti ai quali era già possibile ricorrere, la cessione aziendale e la *bad bank*, due nuove opzioni: l'ente ponte e il *bail-in*. In altra parte del lavoro, questi quattro strumenti sono stati oggetto di analisi con riferimento particolare alle implicazioni per i diritti degli azionisti e degli obbligazionisti derivanti dall'applicazione di ognuno di essi. È difficile ipotizzare in astratto l'attivazione di quale di questi quattro strumenti possa essere maggiormente lesivo dei diritti patrimoniali dei titolari delle passività delle banche. Gli esiti prodotti dall'applicazione di ognuno di essi dipendono, infatti, dalla concreta situazione da affrontare ma anche dalla misura in cui l'autorità di risoluzione esercita i poteri discrezionali che la normativa le attribuisce. Ciò che in generale si può costatare con riferimento alla nuova disciplina, è che lo strumento con maggiore estensione dell'area di applicazione del *burden sharing* è il *bail-in*, che è anche quello che consente l'esercizio della massima discrezionalità da parte dell'autorità di risoluzione. Infatti, al pari del *write off* il *bail-in* consente all'autorità di risoluzione di disporre la svalutazione e/o la conversione degli strumenti di capitale e delle passività

dell'istituto in dissesto, ma il suo ambito di applicazione si estende fino ai depositi oltre i 100.000 euro, cioè oltre la soglia tutelata dai sistemi di garanzia dei depositi.

La circostanza che i poteri che le sono attribuiti consentano all'autorità di risoluzione di selezionare le passività da convertire e/o svalutare, fino al loro azzeramento, ha sollevato in dottrina dubbi circa la loro compatibilità con alcuni articoli della Costituzione e della Carta europea dei diritti dell'uomo, tra cui quelli che tutelano il diritto di proprietà. La giurisprudenza italiana – ma anche quella europea e di altri Paesi membri – chiamata a pronunciarsi in merito, ha tuttavia sancito la legittimità dell'esercizio del potere di svalutazione e conversione delle passività, evidenziando che gli investitori che ritengono lesi i loro diritti patrimoniali, non possano lamentare alcun danno, almeno fino a quando non dimostrino che nell'eventualità in cui fosse stata disposta la liquidazione dell'ente essi avrebbero subito un trattamento migliore (c.d. principio del *no creditor worse off*). Non di meno, resta il fatto che la scelta delle classi di passività da assoggettare al *bail-in* e la determinazione della misura in cui ognuna di esse deve concorre alla copertura delle perdite e/o alla ricapitalizzazione dell'ente, oltre a dipendere da fattori oggettivi, è anche il risultato delle decisioni autonome dell'autorità di risoluzione relative, da un lato, alle passività che possono essere escluse (in aggiunta a quelle da escludere *ex lege*) dal *bail-in* e, dall'altro, alla necessità di quantificare un ammontare sufficiente di passività sacrificabili, per finanziare gli interventi di risanamento. Quest'ultimo aggregato, il MREL (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*), sostanzialmente un vincolo sulle passività da utilizzare per finanziare il suo risanamento in caso di dissesto, è definito per ogni singola banca dall'autorità di risoluzione, senza alcun riferimento ad un livello percentuale predeterminato della sua incidenza sulle passività dell'ente. In questo, il MREL, richiesto per tutte le banche europee indipendentemente dalla loro dimensione, differisce dal TLAC (*Total Loss Absorbing Capacity*), definito dal Financial Stability Board per le sole banche di rilevanza sistemica globale, il cui ammontare non si presta ad alcuna discrezionalità, dovendo essere una percentuale di un aggregato del capitale della banca.

Dall'esame dei casi delle c.d. Quattro Banche e delle c.d. Banche Venete, pur essendo le prime assoggettate a risoluzione e le seconde a liquidazione coatta amministrativa, è emerso che le decisioni assunte dall'autorità di risoluzione – cioè la Banca d'Italia – hanno comportato l'integrale sacrificio dei diritti patrimoniali dei soci e degli

obbligazionisti subordinati di tutti singoli enti in dissesto. L'assoggettamento di questi ultimi allo stesso trattamento riservato agli azionisti ha determinato un sostanziale disallineamento tra il rischio dell'investimento e i diritti attribuiti alle due classi di investitori delle banche. Poiché, come si è avuto modo di illustrare nella seconda parte del lavoro, l'obbligazione bancaria è assoggettata a una disciplina fortemente derogatoria rispetto a quella stabilita dal Codice civile per le obbligazioni societarie, i detentori delle prime sono esclusi anche da quei limitati ambiti di coinvolgimento riconosciuti ai sottoscrittori delle seconde. La specialità della normativa bancaria sulle obbligazioni, che rafforza la posizione dell'emittente a discapito di quella dei sottoscrittori dello strumento, poteva ritenersi coerente con la prassi diffusa del salvataggio pubblico delle banche, che metteva i loro titolari al riparo da eventuali perdite; un privilegio non concesso ai titolari delle obbligazioni societarie. Il nuovo quadro normativo addossa, invece, ai creditori, e in particolar modo a quelli subordinati, il costo della ristrutturazione della banca. Potrebbe pertanto essere utile avviare una riflessione sull'opportunità di creare una condizione di proporzionalità tra il rischio a cui è assoggettato l'investimento degli obbligazionisti bancari e l'attribuzione di facoltà che consenta loro di esercitare quantomeno forme di controllo sull'attività societaria. A quest'ultimo riguardo, occorre considerare che tra gli altri obiettivi perseguiti dal legislatore europeo con l'introduzione del principio del *burden sharing*, vi è quello di spingere gli investitori a prestare maggiore attenzione nelle loro scelte di investimento e sull'attività degli amministratori e dell'alta dirigenza delle banche per disincentivarne comportamenti da rischio morale. L'esercizio di questo compito richiede, ovviamente una certa competenza in materia, mentre è documentato un elevato livello di analfabetismo finanziario da parte dei risparmiatori italiani. In mancanza di una diffusa cultura finanziaria almeno di base, l'attribuzione agli investitori di poteri e facoltà idonei a permettergli di svolgere un'attività di controllo sull'attività dell'impresa bancaria, potrebbe non essere utilmente esercitata

La legislazione italiana risultante dal recepimento della Direttiva 2014/59/UE ha costituito il quadro di riferimento normativo per la soluzione della crisi delle Quattro Banche e delle Banche Venete. La terza parte del lavoro è stata dedicata all'analisi degli effetti riversati sugli obbligazionisti subordinati da quelle soluzioni e dal contenzioso giudiziario che ne è scaturito. Il risultato di sintesi dello studio delle pronunce dei giudici amministrativi induce a manifestare qualche perplessità sull'effettività della tutela offerta

dall'ordinamento italiano ai soggetti che si ritengono danneggiati dalle decisioni dell'autorità di risoluzione. La discrezionalità tecnica che connota le decisioni adottate dalla Banca d'Italia, anche nella sua qualità di autorità di risoluzione, rende, infatti, il sindacato del giudice amministrativo, al quale è attribuita una giurisdizione esclusiva sui provvedimenti di risoluzione, limitato alla verifica della sola correttezza formale della decisione assunta dall'Amministrazione. I giudici amministrativi non possono sostituirsi all'amministrazione, essendo il loro compito circoscritto a verificare che la decisione della Banca d'Italia sia stata adottata nel rispetto della legge, da parte del soggetto competente e che non presenti profili di manifesta illogicità. Ai limiti che incidono sull'estensione del sindacato del giudice si aggiungono quelli relativi agli strumenti di prova utilizzabili nel processo. Infatti, con l'intento di evitare le eccessive lungaggini dei procedimenti il legislatore italiano ha escluso la possibilità per il giudice di avvalersi dello strumento della consulenza tecnica di ufficio; ciò limita, evidentemente, le possibilità per i ricorrenti di fare valere le proprie ragioni in giudizio.

Gli insuccessi registrati in sede amministrativa, hanno portato una parte dei titolari degli strumenti azzerati a rivolgersi alla magistratura ordinaria affinché accertasse se, in sede di collocamento dei prodotti, il personale dell'intermediario fosse venuto meno ai doveri di diligenza, correttezza e trasparenza cui è chiamato dal Testo Unico Finanziario. Poiché le banche emittenti erano state liquidate e i loro titoli non erano stati oggetto di trasferimento agli enti ponte, le azioni intentate avevano come obiettivo quello di accertare gli illeciti compiuti dagli istituti risolti e di addossarne la responsabilità risarcitoria a quelli a cui era stata ceduta l'azienda bancaria.

In un primo momento la giurisprudenza aveva aderito a questo orientamento, condannando gli istituti cessionari a risarcire i clienti delle banche risolte, anche con riferimento alle azioni esperite successivamente alla cessione dell'azienda bancaria. Questa posizione non teneva tuttavia conto degli effetti negativi che ne sarebbero potuti derivare. Per un verso, la decisione di addossare la responsabilità, delle condotte poste in essere dagli enti risolti, agli enti cessionari rischiava di avere quale indesiderata conseguenza quella di renderli finanziariamente instabili se non di provocarne il dissesto; per altro verso, il pregiudizio che sarebbe potuto derivare agli enti subentranti avrebbe reso sostanzialmente inefficaci due degli strumenti più incisivi ai quali potere ricorre per

risolvere il dissesto degli enti creditizi: la cessione a un soggetto terzo e l'ente ponte. La riflessione su queste possibili conseguenze negative, oltre chiaramente a elementi giuridici, ha portato la successiva giurisprudenza a modificare la propria posizione, escludendo la responsabilità da parte degli istituti cessionari per le condotte poste in essere dagli istituti risolti azionate successivamente alla cessione.

Le pressioni esercitate dai risparmiatori danneggiati e dei loro comitati e associazioni di tutela, hanno trasformato il dissesto degli istituti in crisi da una questione meramente tecnica, in una di natura anche politica. In considerazione della vastità degli effetti causati e del numero dei soggetti colpiti dalle decisioni dell'autorità di risoluzione, il governo italiano ha ritenuto opportuno intervenire per garantire loro una tutela. Con le politiche di indennizzo promosse, il governo ha sostanzialmente aderito alle argomentazioni con cui gli investitori rivendicavano un risarcimento del danno conseguente all'azzeramento dei titoli degli istituti in dissesto, che essi, sostenevano, non avrebbero acquistato se l'intermediario avesse rispettato i principi di diligenza, correttezza e trasparenza nel loro collocamento stabiliti dal T.U.F.

Le richieste degli investitori sono state assecondate con la promozione di tre strumenti: il Fondo di Solidarietà, il Fondo di ristoro finanziario e il Fondo di indennizzo dei Risparmiatori. L'esame delle caratteristiche di questi fondi ha messo in luce alcuni rilevanti aspetti. I primi due strumenti, che riservavano il ristoro agli obbligazionisti subordinati, non riversarono alcun onere sul bilancio dello Stato, considerato che furono finanziati dallo stesso sistema bancario, attraverso il FITD. A prescindere dall'importo complessivo degli indennizzi erogati, va sottolineato come questa tipologia di interventi del Fondo interbancario di tutela dei depositi non sia incorsa in alcun tipo di rilievo circa la sua compatibilità con la normativa sugli aiuti di Stato.

Il Fondo di indennizzo dei risparmiatori è stato finanziato dallo Stato e consente di rimborsare oltre che gli obbligazionisti subordinati anche gli azionisti, in possesso di determinati requisiti. Considerando le condizioni di accesso e le modalità di gestione di questo Fondo, si può ritenere che il legislatore abbia sostanzialmente dato vita a una nuova categoria di investitori ritenuti meritevoli di una tutela rafforzata. Come si è avuto modo di dettagliare nel lavoro, questa particolare protezione non necessariamente è giustificata da una condizione di particolare debolezza economica dell'investitore, quanto

piuttosto dalla provenienza dei titoli sottoscritti. Le particolari condizioni a cui è subordinata la concessione del ristoro, crea una disparità (riscontrabile anche negli altri due Fondi) di trattamento tra possessori della stessa classe di passività; inoltre, equiparando gli azionisti agli obbligazionisti subordinati nell'accesso alla sovvenzione, sovverte sostanzialmente l'ordine gerarchico previsto dalla normativa, consentendo ai soci di beneficiare di un trattamento privilegiato rispetto ai creditori sociali che non possono accedere al Fondo.

BIBLIOGRAFIA

Abriani, N., *La struttura finanziaria delle società di capitali nella prospettiva della riforma*, in *Riv. dir. Comm.*, 2002.

Aiaf-Cfa, *BRRD e Bali-In. Implicazioni per l'analisi del settore finanziario e implicazioni per l'investitore*, Milano, 2017.

Allen, F., e altri, *Deposits and bank capital structure,* in *Journal of Financial Economics,* Vol. 118, 3, 2015, disponibile all'indirizzo internet: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X14002499

Alpa, G., *La trasparenza dei contratti bancari*, Bari, 2003.

Alvaro, S., e altri*, La distribuzione dei titoli MREL dopo la BRRD L'interazione tra regole prudenziali e di trasparenza*, Quaderni giuridici, Consob, 2017.

Ambrosini, S., *Il concordato fallimentare*, in S. Ambrosini, G. Cavalli e A. Jorio (a cura di), *Il Fallimento*, in G. Cottino (Diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, XI, 2, Padova, 2009.

Amorello, L., *Total-Loss Absorbing Capacity (TLAC): breve introduzione al nuovo standard prudenziale definito dal Financial Stability Board per le banche a rilevanza sistemica globale*, in *Rivista di diritto bancario*, 2015.

ANAC, *Camera Arbitrale per i contratti pubblici presso Autorità Nazionale Anticorruzione, Linee guida*, 2017, https://www.anticorruzione.it/portal/rest/jcr/repository/collaboration/Digital%20Assets/anacdocs/Autorita/CollegioArbitrale/Linee_Guida_Camera%20arbitrale_%2027072017.pdf

Andersen, J. V., Lintner, P., Schroeder, S., *Denmark - Andelskassen: Resolution via Bridge Bank and Bail-in Including of Uninsured Depositors*, in Aa. Vv., *Bank resolution and "Bail-in" in the EU: selected case studies pre and post BRRD*, World Bank Group, 2016.

Angelici, C., *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003.

Ascarelli, T., *L'astrattezza dei titoli di credito*, in *Riv. dir. comm.*, 1932.

Athanassiou, A. N., *Valuation in resolution and the "no-creditor-worse-off principle"*, in ECB, Legal Conference 2017.

Audino, A., *Delle obbligazioni*, (a cura di) A. Maffei Alberti, in il nuovo diritto delle società, Padova, Cedam, 2005.

Autorità Bancaria Europea, *Report on the monitoring of CET1 instruments issued by EU institutions – second update, 22 luglio 2019*, disponibile all'indirizzo internet: https://eba.europa.eu/-/eba-updates-on-monitoring-of-cet1-capital-instrumen-1.

Avgouleas, E., e altri, *Recovery and Resolution Plans as a Catalyst of Global Reform*, in *Journal of Financial Stability*, n. 9, 2013.

Avgouleas, E., Goodhart, C., *An Anatomy of Banks Bail-ins. Why the Eurozone Needs a Fiscal Backstop for the Banking Sector*, in *European Economy*, 2, 2016, https://european-economy.eu/2016-2/an-anatomy-of-bank-bail-ins-why-the-eurozone-needs-a-fiscal-backstop-for-the-banking-sector.

Ayotte Kenneth, M., Skeel Jr., D.A., *Bankruptcy or Bailouts?*, 2009, http://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/25

Baglioni, A., *Crisi bancarie: questa sentenza è una lezione per l'Europa*, in *lavoce.info*, 2019.

Baglioni, A., *La gestione delle crisi bancarie tra regole e discrezionalità,* in *Osservatorio Monetario*, Università cattolica del Sacro Cuore, Milano, 2017, n. 3.

Baker, M., Wurgler, J., *Do Strict Capital Requirements Raise the Cost of Capital? Bank Regulation, Capital Structure, and the Low-Risk Anomaly, in American economic review*, Vol. 105, 5, 2015, disponibile all'indirizzo internet: http://dx.doi.org/10.1257/aer.p20151092.

Banca Centrale Europea*, Elenco dei soggetti vigilati significativo ed elenco degli enti creditizi meno significativi*, aggiornamento del 4/9/2014, https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm-listofsupervisedentities1409it.pdf

Banca Centrale Europea, *Parere del 29 novembre 2012 in merito alla proposta di direttiva che istituisce un quadro di risanamento e di risoluzione delle crisi degli enti creditizi e delle imprese di investimento (CON/2012/99)*, in GUUE, del 12.2.2013, C/39/1

Banca Centrale Europea - SSM, *Guida sull'approccio per il riconoscimento dei sistemi di tutela istituzionale a fini prudenziali*, Luglio 2016, www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/institutional_protection_guide.it.pdf

Banca Centrale Europea - SSM, Guide to assessments of licence applications. Licence applications in general, march 2018, https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.201803_guide_assessment_credit_inst_licensing_appl.en.pdf

Banca d'Italia*, Informazioni sulla soluzione delle crisi di Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, CariChieti, Cassa di Risparmio di Ferrara*, 22 novembre 2015, al link https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2015/info-soluzione-crisi/index.html

Banca d'Italia, *Che cosa cambia nella gestione delle crisi bancarie*, https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2015/gestione-crisi-bancarie/index.html#faq8761-11

Banca d'Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, n. 324, 2016, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2016-0324/QEF_324_16.pdf

Banca d'Italia, *L'attività di vigilanza svolta dalla Banca d'Italia: linee generali e interventi nei confronti delle quattro banche poste in "risoluzione"*, https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/attivita-vigilanza/attivita_vigilanza_linee_generali.pdf

Banca d'Italia, *Domande e risposte sulla soluzione delle crisi delle quattro banche poste in "risoluzione"*, https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/d-e-r-quattro-banche/index.html#faq8761-5.

Banca d'Italia, *Informazioni sui detentori di obbligazioni subordinate*, https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/obbligazioni-subordinate/index.html.

Banca d'Italia, *Decreto salva-banche: risposte alle 10 domande dei risparmiatori*, https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2015/salva-banche/index.html?

Banca d'Italia, *Nota tecnica trasmessa dalla Banca d'Italia alla Commissione d'inchiesta del Consiglio Regionale del Veneto*, 15 aprile 2016, https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2016/lettera-commissione-veneto/index.html.

Banca d'Italia, *La crisi di Veneto Banca S.p.A. e Banca Popolare di Vicenza S.p.A.: Domande e risposte*, https://www.bancaditalia.it/media/notizie/2017/crisi-banche-venete/index.html#faq8761-9.

Banca d'Italia, *La ricapitalizzazione precauzionale di MPS: domande e risposte*, https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2017/ricapitalizzazione-precauzionale-mps/index.html#faq8761-1 MPS.

Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria, 1, 2018, 30*, disponibile all'indirizzo internet: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2018-1/RSF-1-2018.pdf.

Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 2, 2018 https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2018-2/RSF_2_2018.pdf.

Banca d'Italia, *Rapporto sulla stabilità finanziaria*, 1, 2019, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2019-1/RSF_1_2019.pdf.

Banque Nationale de Paris, *Un anti-privilège: la créance de dernier rang*, in *Rev. écon. de la Banque Nat. de Paris*, 1970, n. 16.

Barbagallo, C., *Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza,* audizione alla Camera dei Deputati - Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, 22 novembre 2017, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2017/barbagallo-audizione-02112017.pdf.

Barbagallo, C., *Banca Monte dei Paschi di Siena, Senato della Repubblica,* audizione alla Camera dei Deputati - Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, 22 novembre 2017, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2017/Barbagallo-22112017.pdf.

Barbagallo, C., *Cassa di Risparmio di Ferrara Banca delle Marche Cassa di Risparmio della Provincia di Chieti Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio*, audizione alla Camera dei Deputati - Commissione Parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario, 22 novembre 2017, https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2017/Barbagallo-12122017.pdf.

Barbiera, L., *Responsabilità patrimoniale. Disposizioni generali. Artt. 2740 – 2744*, in P. Schlesinger (Diretto da), *Cod. civ. Comm.*, Milano, 1991.

Bart, P. M. J., *Bail In Mechanisms in the Bank Recover and Resolution Directive*, paper presented at the Netherlands Association for Comparative and International Insolvency Law Annual Conference (6 November 2014), http://ssrn.com/abstract=2511886.

Bartalena, A., *Le nuove obbligazioni*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2005.

Barra Caracciolo, L., *Profili di illegittimità costituzionale della c.d. Unione bancaria e del bail-in nel quadro della moneta unica, Associazione italiana per lo studio delle asimmetrie economiche*, Working paper, 2016, http://www.asimmetrie.org/wp-content/uploads/2016/05/AISWP201604.pdf.

Basel Committee on Banking Supervision, *Guidelines for identifying and dealing with weak banks*, 2015, https://www.bis.org/bcbs/publ/d330.pdf.

Benzi, D., *Cessione dei crediti e modalità delle vendite*, in Fauceglia e Panzani (diretto da), Fallimento e altre procedure concorsuali, Torino, 2009.

Better Finance, *A major enforcement issue: the mis-selling of financial products*, Briefing Paper, Brussels, April 2017, disponibile all'indirizzo internet: https://betterfinance.eu/wp-content/uploads/publications/Misselling_of_Financial_Products_in_the_EU_-Briefing_Paper_2017.pdf.

Binder, J. H., *Resolution: Concepts, Requirements and Tools*, in Jens-Hinrich Binder and Dalvinder Singh (eds.), *Bank Resolution: The European Regime*, Oxford University Press, 2015/2016. https://ssrn.com/abstract=2499613.

Binder, J. H., *The Position of Creditors Under the BRRD, Commemorative Volume in memory of Professor Dr. Leonidas Georgakopoulos*, Bank of Greece's Center for Culture, Research and Documentation, 2016. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=269808.

Blandini, A., *Problemi cartolari dei titoli obbligazionari emessi dalle banche*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1996.

Blandini, A., *How to overcome crisis (and oneself) without getting overcome: la fiducia e il bail-in dal punto di vista del creditore*, *Orizzonti del diritto commerciale*, 2017

Boato, S., *Brevi note in materia di subordinazione volontaria dei crediti e crisi dell'impresa*, in Bonfatti e Falcone (a cura di), *La ristrutturazione dei debiti civili e commerciali*, Milano, 2011.

Boccuzzi, G., *Towards a new framework for banking crisis management. The international debate and the Italian model*, in *Quaderni di ricerca giuridica*, Banca d'Italia, Roma, 71, 2011.

Boccuzzi, G., *Il modello delle banche cooperative nella riforma societaria e nelle prospettive di evoluzione del settore,* in Oreste Cagnasso e Luciano Panzani (trattato diretto da), *Le società bancarie*, in Aa. VV., *Le nuove s.p.a.*, Vol. VIII, Bologna, 2015.

Boccuzzi, G., *L'Unione bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancaria*, Roma 2015.

Bologna, P., *Is there a role for funding in explaining recent US banks' failures?*, in *IMF Working Paper*, 180, Washington, 2011, disponibile all'indirizzo internet: https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Is-there-a-Role-for-Funding-in-Explaining-Recent-U-S-25102.

Bolton P., Freixas, X., *Equity, Bonds, and Bank Debt: Capital Structure and Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information, in Journal of Political Economy*, Vol. 108, 2, 2000.

Bonfatti, S., *Liquidazione coatta amministrativa*, in R. Costi e F. Vella, *Commentario breve al testo unico bancario*, Padova, 2019.

Bonfatti, S., *Crisi bancarie in Italia 2015-20*17, in *Riv. dir. banc.,* 4, 2018.

Bonfatti, S., *La responsabilità degli "enti ponte" (e delle banche incorporanti) per le pretese risarcitorie nei confronti delle "quattro banche" (vantate dagli azionisti "risolti", e non solo)*, in *Riv. dir. banc*., 2017.

Bonfatti, S., *Le procedure di prevenzione e di regolazione delle situazioni di "crisi" delle banche nella prospettiva della integrazione comunitaria, Relazione* al Convegno *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità ed innovazioni*, 26 ottobre 2012, http://blog.ilcaso.it/libreriaFile/392.pdf.

Bonfatti, S., *Strumenti «ibridi» di patrimonializzazione, prestiti subordinati e crisi dell'impresa bancaria*, in L'innovazione finanziaria, Milano 2003.

Bonsignori, A., *Del concordato*, in Tedeschi – Bonsignori – Santarelli, *Della cessazione della procedura fallimentare. Della riabilitazione civile*, in Bricola – Galgano – Santini (a cura di), *Commentario Scialoja-Branca. Legge fallimentare*, Bologna-Roma, 1977.

Bontempi, P., *Diritto bancario e finanziario*, 5 ed., Milano, 2016.

Borroni, M., *Prestiti subordinati e debito capitale nelle banche italiane*, Bancaria editrice, 2006.

Brancadoro, G., *Strumenti finanziari e mercato mobiliare*, Milano, 2005.

Brescia Morra, C., *La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa*, in *Banca Impresa Società*, 1, 2015.

Brescia Morra, C., *Finanziamento e partecipazione all'impresa*, Roma, 2008.

Brescia Morra, C., *La nuova architettura della vigilanza bancaria in Europa, in Banca impresa società*, 2015.

Brescia Morra, C., *Obbligazioni bancarie e altri strumenti di risparmio*, in Ernesto Capobianco (a cura di), *I contratti bancari*, in Pietro Rescigno ed Enrico Gabrielli (diretto da), *Trattato dei contratti*, Vol. 21, Vicenza, 2016.

Brierley, P.G., *Ending Too-Big-To-Fail: Progress Since the Crisis, the Importance of Loss-Absorbing Capacity and the UK Approach to Resolution, in European Business Organization Law Review*, 18(3), 2017.

Brozzetti, A., *Il Decreto Legge n. 99/2017: un'altra pietra miliare per la "questione bancaria" italiana*, in Rivista trimestrale di diritto dell'economia, n. 1, 2018.

Brozzetti, A., *I nuovi "standard" per fronteggiare la crisi dei colossi finanziari di un mercato globale*, in *Riv. Dir. Banc. Merc. Fin.*, 2, 2017.

Brozzetti, A., *Una soluzione ad hoc per il dissesto delle due banche venete,* in *Riv. Dir. Banc. Merc. Fin.*, 3, 2017.

Bruyneel, A., *Les prêts subordonnés*, in *Revue de la banque*, 1976.

Bruyneel, A., Velu, S., *Les prêts subordonnés en droit belge*, Paris, Feduci, 1983.

Buckingham, S., Atanasova, S., Frazzani, S., Véron, N., *Study on the differences between bank insolvency laws and on their potential harmonization. Final report*, European Commission, Directorate-General for Directorate-General for Financial Services https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/191106-study-bank-insolvency_en.pdf

Buonocore, V., *Postilla in tema di «attività bancaria»*, in *Giur. comm.*, 1976.

Buti, M., *Economic policy in the rough: A European journey*, in *CERP Policy Insight*, 98, 2020, disponibile all'indirizzo internet: https://cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight98.pdf.

Calandra Buonaura, V., *La disciplina del risanamento e della risoluzione delle banche. Aspetti critici*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, Anno V, numero 2, 2017, http://www.associazione.orizzontideldirittocommerciale.it/media/71051/calandra.pdf

Calandra Buonaura, V., *L'attività bancaria*, in Vincenzo Calandra Buonaura – Marino Perassi – Cesare Silvetti, *La banca: l'impresa e i contratti*, in Gastone Cottino (Diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Vol. VI, 2001.

Calderizzi, R., *Commento sub art. 90,* in C. Costa (a cura di), *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Torino, 2013.

Calello, P., Ervin, W., *From bail-out to bail-in*, in *The Economist*, 28 gennaio 2010 https://www.economist.com/finance-and-economics/2010/01/28/from-bail-out-to-bail-in.

Calligar, D. M., *Subordination Agreements*, in *Yale Law Journal*, Vol. 70, 1961.

Campobasso, G. F., *I prestiti subordinati nel diritto italiano*, in G. B. Portale (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983.

Campobasso, G. F., *Le obbligazioni*, in G. E. Colombo – G.B. Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, 5, Torino, 1988.

Campobasso, G. F., *L'emissione di obbligazioni bancarie*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1994.

Campobasso, G. F., *«Obbligazioni di società»*, (voce), in *Digesto IV, Disc. Priv., Sez. Comm.*, Torino, 2000.

Campobasso, G. F., *Diritto delle società*, in M. Campobasso (a cura di), *Diritto commerciale*, 2, 9 ed., Milano, 2015.

Campobasso, G. F., *Gli strumenti di finanziamento: le obbligazioni*, in P. Abbadessa – A. Rojo (a cura di), *Il diritto delle società per azioni: Problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993.

Campobasso, G. F., *Riforma del diritto societario e obbligazioni convertibili*, in *Riv. dir. Priv.*, 2005.

Capizzi A., Cappiello, S., *Prime considerazioni sullo strumento del bail-in: la conversione forzosa di debito in capitale*, Relazione al V convegno annuale dell'associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale, *Orizzonti diritto commerciale: L'impresa e il diritto commerciale: innovazione, creazione di valore, salvaguardia del valore nella crisi*, Roma, 21-22 febbraio 2014, consultabile all'indirizzo http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/24571/cappiello_s._-_capizzi_a._def._30.01.14.pdf.

Cappiello, S., *The impact of the new resolution regime on "banking as usual"*, in ECB, *From Monetary Union to Banking Union, on the way to Capital Markets UnionNew opportunities for European integration. Legal Conference 2015*, 1-2 September 2015.

Capolino, O., *Risanamento e risoluzione delle banche: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità*, in Manini, Paciello, Santoro e Valensise (a cura di), *Regole e mercato* I, Torino, 2016.

Capolino, O., *Banking Recovery and Resolution: riparto delle funzioni, compiti e responsabilità***,** 2016 http://www.regolazionedeimercati.it/sites/default/files/Rapporto%20Capolino%202.pdf.

Capriglione, F., *Una cura inadeguata per i mali del sistema bancario italiano: il Fondo Atlante*, 3 maggio 2016, http://www.dirittobancario.it/editoriali/francesco-capriglione/una-cura-inadeguata-i-mali-del-sistema-bancario-italiano-il-fondo-atlante

Capriglione, F., *Luci e ombre nel salvataggio di quattro banche in crisi*. Scritto per il Convegno *Salvataggio bancario e tutela del risparmio*, in *Rivista di diritto bancario, dottrina e giurisprudenza commentata*, 2, 2016.

Caputo Nassetti, F., *Del debito subordinato delle banche*, in Diritto del commercio internazionale, 2003.

Carletti, E. Masciandaro, D., *Should the marketing of subordinated debt be restricted/different in one way or the other? What to do in the case of mis-selling?*, European Parliament, Economic Governance Support Unit, 22 March 2016, reperibile all'indirizzo internet: http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2016/497756/IPOL_IDA(2016)497756_EN.pdf.

Carlson, D. G., *A theory of contractual debt subordination and lien property*, in *Vanderbilt Law Rev.*, 1985.

Carmassi J., Di Giorgio, G., *L'impatto del bail-in sulla rete di protezione finanziaria*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2, 2016.

Carrière, P., *Crisi bancaria e bail-in: prime noterelle sui decreti di recepimento della Direttiva BRRD*, in *Riv. dir. banc.*, 2016.

Carrière, P., *"Passività", "responsabilità", "soggezione" alla ricerca di corretti criteri di imputazione nella circolazione dell'azienda bancaria. Osservazioni critiche a margine della prima giurisprudenza sulle "Quattro Banche" (...ma anche sulle "Due Venete")*, in *Riv. dir. banc.*, 2, 2018.

Castaldi, G., *Modifiche al t.u. bancario*, in Capriglione (a cura di), *Commento al decreto Eurosim*, Padova, 1997.

Castiglioni, M., *I diritti degli azionisti e degli obbligazionisti nel caso di dissesto o procedure di liquidazione di banche e società. Il caso della liquidazione coatta amministrativa di Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza*, in *Magistratura Banca e Finanza*, 14 luglio 2017, https://www.tidona.com/i-diritti-degli-azionisti-e-degli-obbligazionisti-nel-caso-di-dissesto-o-procedure-di-liquidazione-di-banche-e-societa-il-caso-della-liquidazione-coatta-amministrativa-di-veneto-banca-e-banca-popolare.

Caussain, J. J., *Prêts participatifs et prêts subordonnés: un nouveau mode de financement*, Rouen, 1981.

Cavallo Borgia, R., *Società per azioni, Tomo IV, Delle obbligazioni,* in Commentario del codice civile Scialoja-Branca, in F. Galgano (a cura di), Libro quinto. Del lavoro (Art. 2410-2420 ter), Bologna-Roma, 2005.

Cera, M., *Condizioni di accesso all'attività bancaria,* in G. Alpa e F. Capriglione (a cura di), *Diritto bancario comunitaria*, Torino, 2001.

Cercone, R., *L'amministrazione straordinaria delle banche*, in A. Jorio e B. Sassani (a cura di), *Trattato delle procedure concorsuali*, Vol. V., Milano, 2017.

Cimini, R., *Il sistema di bilancio degli enti finanziari e creditizi: dagli schemi obbligatori al prospetto delle variazioni del patrimonio di vigilanza,* Padova, 2016

Cincotti, C., *Merger Leveraged Buy-Out, sostenibilità dell'indebitamento e interessi tutelati dall'ordinamento*, in *Riv. soc.*, 4, 2011.

Ciocca, N., *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Milano, 2012.

Coletta, M., Santioni, R., *Le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane*, in *Questioni di economia e finanza*, 359, Banca d'Italia, Roma, 2016.

Colombo, G. E., *Associazione in partecipazione, prestiti subordinati ed iscrizioni in bilancio*, in G. B. Portale (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983.

Conac, P. H., *Mis-selling of Financial Products: Subordinated Debt and Self-placement*, European Parliament, Policy Department A: Economic and Scientific Policy, IP/A/ECON/2016-17, 2018, reperibile all'indirizzo internet: http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/618994/IPOL_STU(2018)618994_EN.pdf.

Conti, V., *Le obbligazioni bancarie: sviluppi regolamentari e implicazioni operative*, in *Bancaria*, 7/8, 2010.

R. Costi, *L'ordinamento bancario*, Bologna, 2012.

R. Costi, *Le innovazioni del settore creditizio e societario*, in *Società*, 1991.

R. Costi, *La ripatrimonializzazione delle casse e degli istituti,* in G. B. Portale (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983.

R. Costi, *La riforma delle Casse di Risparmio problemi giuridici*, in *Giur. comm.*, 1982.

Cottino, G., *Diritto Commerciale*, vol. I, tomo II, Cedam, 1987.

Cozzolino S., e altri, *Il recepimento della Brrd nei paesi dell'Unione europea*, in Aiaf-Cfa, *BRRD e Bali-In. Implicazioni per l'analisi del settore finanziario e implicazioni per l'investitore*, Milano, 2017.

Cuocolo, L., *Bail-in incostituzionale?*, in *lavoce.info*, 2016, https://www.lavoce.info/archives/42081/bail-in-incostituzionale/

Cummings, B., *Benefit Corporations: How to Enforce a Mandate to Promote the Public Interest*, in *Columbia Law Review*, Vol. 112, No. 3, 2012.

Cusa, E., *Gli strumenti ibridi delle banche*, in *Banca Impresa Società*, 2010.

De Donno B, e altri, *Persona e attività economica tra libertà e regola. Studi dedicati a Diego Corapi*, Editoriale scientifica, Napoli 2015.

De Gregorio, A., *Delle società e delle associazioni commerciali,* in *Il codice di commercio commentato*, IV, Utet, 1938.

De Luca, N., Stagno D'Alcontres, A., *Obbligazioni di società*, (voce), in *Enc. Dir.*, Milano, 2002.

De Nova, G., *Trasparenza e connotazione*, in *Riv.Trim. dir. e proc. civ.*, 1993.

Demirgüç-Kunt, A., Huizinga, H., *Financial Structure and Bank Profitability*, in *World Bank Policy Research Working Paper*, 2430, 2016.

Desiderio, G., *L'attività bancaria*, in F. Capriglione (a cura di), Manuale di diritto bancario e finanziario, 2015.

Di Sabato, F., *Manuale delle società*, Torino, 1995.

Diamond, D. W., Rajan, R.G., *A Theory of Bank Capital*, in *The Journal of Finance*, Vol. LV, 6, 2000, disponibile all'indirizzo internet: https://doi.org/10.1111/0022-1082.00296.

Dieter, H., *The Resolution Authority: Governance and Conflicts of Interes*, in Aa. Vv., *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, World Bank, 2017.

Chen, Y., Hasan, I., *Subordinated debt, market discipline, and bank risk*, in *Research Discussion Papers*, Bank of Finland, 20, 2011.

Coletti, E., e altri, *L'applicazione del nuovo frame work europeo di gestione delle crisi bancarie e le soluzioni attivate per il sistema bancario italiano*, in *Osservatorio monetario*, 3, 2017.

Comitato di Risoluzione, *The SRB will not take resolution action in relation to Banca Popolare di Vicenza and Veneto Banca*, Brussels, 23 June 2017.

Commissione Europea, *Regolamento delegato (UE) 2016/860 del 4 febbraio 2016 che precisa ulteriormente le circostanze in cui è necessaria l'esclusione dall'applicazione dei poteri di svalutazione o conversione ai sensi dell'articolo 44, paragrafo 3, della direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento*.

Commissione Europea, *Regolamento delegato 2016/1450 del 23 maggio 2016 che integra la direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che precisano i criteri applicabili alla metodologia con cui è determinato il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili*.

Commissione Europea, *Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva2014/59/UE sulla capacità di assorbimento di perdite e di ricapitalizzazione degli enti creditizi e delle imprese di investimento ele direttive98/26/CE, 2002/47/CE, 2012/30/UE, 2011/35/UE, 2005/56/CE, 2004/25/CEe 2007/36/CE*, Bruxelles, 23.11.2016 COM(2016) 852 final2016/0362 (COD).

Commissione Europea, *Regolamento di esecuzione 2018/308 del 1° marzo 2018 che stabilisce norme tecniche di attuazione per la direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i formati, i modelli e le definizioni per l'individuazione e la trasmissione di informazioni da parte delle autorità di risoluzione al fine di informare l'Autorità bancaria europea del requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili*.

Conti, F. M., e altri, *I tassi di recupero delle sofferenze nel 2016*, in *Note di stabilità finanziaria e vigilanza*, 11, Banca d'Italia, Roma, 2017.

Cordella T., Yeyati, E.L., *Bank bailouts: moral hazard vs. value effect*, in *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 12, Issue 4, 2003.

Cossa, M., *Le crisi bancarie tra Stato e mercato*, http://ilmerito.org/images/Documenti_Pdf/Le_crisi_bancarie_tra_Stato_e_mercato.pdf

Cossa, M., *L'ente-ponte nella direttiva 2014/59 (BRRD)*, in M. P. Chiti e V. Santoro (a cura di), *L'unione bancaria europea*, Ospedaletto, 2016.

D'sa, R. M., *'Instant' state aidlaw in financialcrisis — a U-turn?*, in *European State Aid Law Quarterly*, 2, 2009,

Danovi, A, D'Aquino, F., *La proposta di concordato*, in A. Jorio e B. Sassani (a cura di), *Trattato delle procedure concorsuali*, Vol. V, Milano, 2017.

De Aldisio, A., *Le nuove regole europee sulla risoluzione. L'intervento pubblico tra Scilla e Cariddi*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2, 2016.

De Aldisio, A., *La gestione delle crisi nell'Unione Bancaria*, in *Banca impresa società*, 3, 2015.

Delli Gatti, D., *La crisi dei subprime. Un'analisi delle cause*, in *Osservatorio monetario*, 1, 2008.

De Serière, V., van der Houwen, D., *No Creditor Worse Off in Case of Bank Resolution: Food for Litigation?* in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 7, 2016.

De Rose, C., *Il Bail In è incostituzionale. Parola di magistrato della Corte dei Conti*, 2016, consultabile all'indirizzo: https://formiche.net/2016/01/ecco-perche-il-bail-e-iniquo-e-ingiusto/.

De Rose, C., *L'antigiuridicità del salvataggio delle banche attraverso il c.d. bail-in*, consultabile all'indirizzo http://www.foroeuropa.it/index.php?option=com_content&view=article&id=283:rivista-2016-n1-editoriale-derose&catid=77&Itemid=101.

De Grauwe, P., *The New Bail-in Doctrine: A recipe for banking crises and depression in the eurozone*, Ceps Commentary, 2013.

Deslandes, J., Magnus, M., *Further harmonising EU insolvency law from a banking resolution perspective*?, European parliament, Economic Governance Support Unit, 2018, reperibile all'indirizzo http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2018/614514/IPOL_BRI(2018)614514_EN.pdf.

Di Brina, L.,*"Risoluzione" delle banche e "bail-in", alla luce dei principi della Carta dei diritti fondamentali dell'UE e della Costituzione nazionale (nota a Corte Costituzionale austriaca Verfassungsgerichtshof (VFGH) Sentenza 3 - 28 luglio 2015 (G 239/2014-27, G 98/2015-27) (Banking resolution and bail in: the directions of Charter of Fundamental, Rights)*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 4, 2015.

Di Brina, L., *Salvataggi bancari e dubbi costituzionali: il precedente dell'Austria*, in *www.Firstonline.info*, 2015, https://www.firstonline.info/salvataggi-bancari-e-dubbi-costituzionali-il-precedente-dellaustria/.

Di Marzio, F., Introduzione al concordato preventivo, in Aa. Vv., *Il superamento della crisi e la conclusione delle procedure*, in L. Ghia, C. Piccininni e F. Severini (diretto da), *Trattato delle procedure concorsuali*, Vol. IV, Milano, 2011.

Di Sabato, F., *Il "salvataggio" del Banco di Napoli*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1998.

Dolmetta, A., Malvagna, U., *"Banche Venete" e problemi civilistici di lettura costituzionale del decreto legge n. 99/2017*, in *Riv. dir. banc.*, 2017.

Donato, L., e altri, *La disciplina europea sulle crisi bancarie: dal modello normativo all'impatto per il sistema bancario italiano*, in *Banca Impresa Società*, 1, 2018.

EBA Technical advice on the delegated acts on the circumstances when exclusions from the bail-in tool are necessary (EBA/Op/2015/07) del 6 marzo 2015, https://eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-07+Tehcnical+Advice+on+exclusion+from+the+bail-in+tool.pdf

EBA, *FINAL Draft Regulatory Technical Standards on criteria for determining the minimum requirement for own funds and eligible liabilities under Directive 2014/59/EU,* 03 July 2015EBA/RTS/2015/05, pp. 12-13, consultabile all'indirizzo:https://eba.europa.eu/documents/10180/1132900/EBA-RTS-2015-05+RTS+on+MREL+Criteria.pdf

EBA, *Orientamenti in materia di accertamento delle situazioni in cui la liquidazione delle attività o passività con procedura ordinaria di insolvenza potrebbe incidere negativamente su uno o più mercati finanziari* (articolo 42, paragrafo 14, della direttiva 2014/59/UE), ABE/GL/2015/05 07.08.2015, https://eba.europa.eu/documents/10180/1080779/EBA-GL-2015-05+Guidelines+on+the+asset+separation+tool.pdf/6441452a-d464-4618-9296-d71549a4f2c2

EBA, *Orientamenti sulle circostanze materiali che costituiscono una minaccia sostanziale per la stabilità finanziaria e sugli elementi relativi all'efficacia dello strumento per la vendita dell'attività d'impresa* (articolo 39, paragrafo 4, della direttiva 2014/59/UE), EBA/GL/2015/0407.08.2015,

EBA*, Interim Report on Mrel. Report on implementation and design of the Mrel frame work*, EBA-Op-2016-12, 19 July 2016, pp. 83-89, reperibile all'indirizzo https://eba.europa.eu/documents/10180/1360107/EBA+Interim+report+on+MREL

EBA, *Final Report Draft Implementing Technical Standardson procedures and templates for the identification and transmission of information by resolution authorities to the EBA, on minimum requirements for own funds and eligible liabilities under Article 45(17) of Directive 2014/59/EU*, EBA/ITS/2017,06, 05/09/2017, pp.1 consultabile all'indirizzo:

https://eba.europa.eu/documents/10180/1946494/Draft+ITS+on+MREL+%28EBA-ITS-2017-06%29.pdf/98e42991-a043-4d89-aaf3-06226d7ecb17

EBA, *Orientamenti definitivi sul tasso di conversione del debito in capitale nel* bail-in, EBA/GL/2017/03, 11/07/2017, https://eba.europa.eu/documents/10180/1903962/Guidelines+on+the+rate+of+conversion++%28EBA-GL-2017-03%29_IT.pdf/1da31f1a-182f-4194-97f0-a98373a3201c.

EBA, *Orientamenti definitivi sul trattamento degli azionisti nel bail-in o nella svalutazione o conversione degli strumenti di capitale*, EBA/GL/2017/04, 11/07/2017, https://eba.europa.eu/documents/10180/1904221/Guidelines+on+the+treatment+of+shareholders+in+bail-in+%28EBA-GL-2017-04%29_IT.pdf/3955e84f-2701-46e5-8e81-bb762c89fa0e

EBA-ESMA, *Statement of the EBA and ESMA on the treatment of retail holdings of debt financial instruments subject to the Bank Recovery and Resolution Directive*, ESMA71-99-991, 30 May 2018,https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma71-99-991_eba_esma_statement_on_retail_holdings_of_bail-inable_debt.pdf.

ECB, Legal Conference 2017. Shaping a new legal order for Europe: a tale of crises and opportunities 4- 5 September 2017, https://www.zora.uzh.ch/id/eprint/144029/1/Gruenewald_ECB_Legal_Conference_Eproceedings_2017_12.pdf

Eguidazu, J. M. A., *Subordinación contractual y subordinación concursal*, in *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía*, 2004.

Eichengreen, B., Rühl, C., *The Bail-In Problem: Systematic Goals, Ad Hoc Means*, NBER Working Paper No. 7653, 2000, https://www.nber.org/papers/w7653.pdf.

Enriques, L., *Quartum non datur: appunti in tema di strumenti finanziari partecipativi in Inghilterra, negli Stati Uniti ed in Italia*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2005.

Ervin, W., (interview), *The Lehman Experience and the Birth of Bail-in*, 09.04.2015, https://www.credit-suisse.com/about-us-news/en/articles/news-and-expertise/the-lehman-experience-and-the-birth-of-bail-in-201504.html

Erzegovesi, L., *Il Decreto di salvataggio delle banche venete: una via d'uscita dal labirinto della BRRD*, in *Riv. dir. banc.*, 2017.

Erzegovesi, L., *Il bail-in e le banche italiane: due visioni e tre risposte concrete*. Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio», in *Riv. dir. banc.*, 2016.

Erzegovesi, L., *La risoluzione delle Quattro Banche e i pezzi mancanti dell'Unione bancaria europea*, in *Bancaria*, 12 2019.

European Commission, *Proposal for a Directive of the european Parliament and of the Council amending Directive 2014/59/EU on loss-absorbing and recapitalisation capacity of credit institutions and investment firms and amending Directive 98/26/EC, Directive 2002/47/EC, Directive 2012/30/EU, Directive 2011/35/EU, Directive 2005/56/EC, Directive 2004/25/EC and Directive 2007/36/*E, 23.11.2016, COM(2016) 852 final, 2016/0362(COD), reperibile all'indirizzo: http://www.europarl.europa.eu/RegData/docs_autres_institutions/commission_europeenne/com/2016/0852/COM_COM(2016)0852_EN.pdf

Evanoff, D. D., Wall, L. D., *Sub-debt yield spreads as bank risk measures*. in *Journal of Financial Services Research*, 2001.

Evanoff, D. D., Wall, L. D., *Subordinated debt as bank capital: A proposal for regulatory reform*, in *Economic Perspectives*, Federal Bank of Chicago, 2000.

Everett, E., *Subordinated Debt. Nature, Objectives and Enforcement*, in *Boston University Law Review*, Vol. 40, 1964.

Fauceglia, G., *Le obbligazioni emesse dalle banche*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, 2000.

Federal Deposit Insurance Corporation, *Managing the Crisis. The FDIC and RTC Experience*, Volume one History, 1997, https://www.fdic.gov/bank/historical/managing/documents/history-consolidated.pdf

Federico, G., *Crisi delle banche venete ed "aiuti di Stato"*, in *Questione Giustizia* 3, 2017.

Ferrara, F. Jr., Corsi, F., *Gli imprenditori e le società*, 12 ed., Milano, 2001.

Ferretti, R., *La gestione del capitale proprio nelle banche*, Bologna, 1995.

Ferri, G., *Le Società*, in Filippo Vassalli (fondato da), *Trattato di diritto civile*, Torino, 1987.

Ferri, G. Jr., *Investimento e conferimento*, Milano, 2001.

Ferri, G. Jr., *Finanziamento dell'impresa e partecipazione sociale,* in Riv. dir. Comm., 2002.

Ferro Luzzi, P., *Lezione di diritto bancario*, Torino, 1995.

Ferro Luzzi, P., Chiappetta, F., *Fusione e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 2003.

Ferro Luzzi, P., *Riflessioni sulla riforma. La società per azioni come organizzazione del finanziamento d'impresa,* in Riv. dir. comm., 2006.

Fiamma, F., *La raccolta del risparmio*, in Oreste Cagnasso e Luciano Panzani (trattato diretto da), *Le società bancarie*, in Aa. VV., *Le nuove s.p.a.*, Vol. VIII, Bologna, 2015.

Financial Stability Board, Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions, 15 October 2014, le versioni del 2011 e del 2014 sono reperibili a questi indirizzi: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_111104cc.pdf?page_moved=1; https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_141015.pd.

Financial Stability Board, *Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution – Total Loss-absorbing Capacity (TLAC) Term Sheet*, 9 novembre 2015, consultabile all'indirizzo: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/TLAC-Principles-and-Term-Sheet-for-publication-final.pdf.

Financial Stability Board, *TLAC*, *Guiding Principles on the Internal Total Loss-absorbing Capacity of G-SIBs ('Internal TLAC')*, 6 July 2017, consultabile all'indirizzo: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P060717-1.pdf.

Financial Stability Board, BPI- GFMA-IIF, *Monitoring the Technical Implementation of the FSB Total Loss-Absorbing Capacity (TLAC) Standard*, August 20, 2018, reperibile all'indirizzo: https://www.afme.eu/globalassets/downloads/consultation-responses/gfma-bpi-comment-letter-on-technical-implementation-of-tlac.pdf.

Fioravanti, F., *Fondo Atlante bancario. Tra salvataggio pubblico e intervento dei privati*, in *Amministrazione in cammino*, 2016.

Fiordiponti, F., *Fondo indennizzo per i risparmiatori. Cosa cambia con il Decreto crescita,* 6 giugno 2019 https://fchub.it/fondo-indennizzo-per-i-risparmiatori-cosa-cambia-con-il-decreto-crescita.

Fischetto, A. L., *I tassi di recupero delle sofferenze nel 2017*, in *Note di stabilità finanziaria e vigilanza*, Banca d'Italia, Roma, 13, 2018.

Forestieri, G., *L'Unione Bancaria Europea e l'impatto sulle banche*, in *Banca Impresa Società*, 3, 2014.

Fracanzani, M. M., *Il rito abbreviato speciale comune a determinate materie e il rito abbreviato in materie di infrastrutture strategiche*, in C. P. Cirillo (a cura di) *Il nuovo diritto processuale amministrativo*, in G. Santaniello (Diretto da), *Trattato di diritto amministrativo*, Vol. 42, 2014.

Fragali, M., *Del mutuo*, in A. Scialoja e G. Branca (a cura di), *Commentario del codice civile*, Bologna-Roma, 1966.

Fre', G., Cavallo Borgia, R., *Società per azioni. Delle obbligazioni*, in F. Galgano (a cura di), *Comm. Cod. civ. Scialoja Branca*, Tomo II, Bologna 2000.

Freudenthaler, D., *The BRRD – an Overview of its Scope, Objectives, Powers and Tools*, in Aa. Vv., *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, World Bank, 2017.

Freudenthaler, D., LINTNE, P., DIETER, H., *Conditions for Taking Resolution Action and the Adoption of a Resolution Scheme*, in Aa. Vv., *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, World Bank, 2017.

Freudenthaler, D., *Early intervention measures (Eim)*, in Aa. Vv., *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, in World Bank, 2017.

Freudenthaler, D., *Write-down or Conversion of Capital (WDCC) Instruments*, in *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, World Bank, 2017.

Frigeni, C., *Natura e funzioni del «capitale» delle banche nella nuova regolamentazione*, in Banca impresa società, 1, 2015.

G20, *Leaders' Declaration,* San Pietroburgo, 6 settembre 2013 consultabile all'indirizzo: http://www.g20.utoronto.ca/2013/Saint_Petersburg_Declaration_ENG.pdf.

Gallagher, J. J., *Legal Aspects of Commercial Bank Insurance of Subordinated Debt*, in *Catholic University Law Review*, Vol. 17, 1967.

Galletti, D., «*Elasticità» della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1997.

Gambino, A., *Spunti di riflessione sulla riforma: l'autonomia societaria e la risposta legislativa alle esigenze di finanziamento dell'impresa*, Giur. comm., 2002.

Gardella, A., *Bail-In and the Financing of Resolution within the SRM Framework* (December 15, 2014), in D. Busch, G. Ferrarini (eds), *European Banking Union*, Oxford University Press, 2015.

Gasparri, P., *Eccesso di potere (diritto amministrativo)*, in *Enc. dir.*, XIV, 1965.

Gavalda, C., Stoufflet, J., *Droit de la banque*, 5 ed., 2002.

Giannelli, A., *Diritti degli obbligazionisti*, in Mario Notari e Luigi A. Bianchi (a cura di), *Obbligazioni art. 2411-Bilancio*, in P. Marchetti, Luigi A. Bianchi F. Ghezzi e Mario Notari (diretto da), Commentario alla riforma delle società, Milano, 2006.

Giannelli, A., *Le obbligazioni ibride*, Milano, 2013.

Giannetti, S., *La Banking Structural Reform nei principali ordinamenti nazionali: la risposta regolamentare alla crisi finanziaria,* in *Innovazione e diritto*, 6, 2017.

Gioia, G., *Nullità di protezione tra esigenze del mercato e nuova cultura del contratto conformato*, in Corr. giur., 1999.

Gleeson, S., *LegalAspects of Bank Bail-Ins*, LSE financial market group, Special paper 205, 2012, http://www.lse.ac.uk/fmg/assets/documents/papers/special-papers/SP205.pdf

Goode, R. M., *Principles of Corporate Insolvency Law*, 4ed, London, Sweet & Maxwell, 2011, 246 ss.

Götz M. R., Tröger T. H, *Should the marketing of subordinated debt be restricted/different in one way or the other? What to do in the case of mis-selling?*, European Parliament, Economic Governance Support Unit, 22 March 2016, reperibile all'indirizzo internet: http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2016/497723/IPOL_IDA(2016)497723_EN.pdf,

Grasso, R., e altri, *Le obbligazioni emesse dalle banche italiane*, in *Quaderni di Finanza*, n. 67, Consob, Roma, 2010.

Gropp, R., Heider, F., *The Determinants of Bank Capital Structure*, in *Review of Finance*, Vol. 14, 4, 2010.

Guizzi, G., *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, in *Corr. giur.*, XII, 2015.

Hadjiemmanuil, C., *Special Resolution Regimes for Banking Institutions: Objectives, LSE Law*, in *Society and Economy Working Papers*, 21, 2013.

Hadjiemmanuil, C., *Bank stakeholders'mandatory contribution to resolution financing:principle and ambiguities of bail-in*, in ECB, *From Monetary Union to Banking Union, on the way to, Capital Markets Union New opportunities for European integration*, Legal Conference 2015**,** 1-2 September 2015.

Hadjiemmanuil, C., *Limits on State-funded bailouts in the EU Bank Resolution regime*, in *EBI Working Paper Series*, 2, 2017.

Hauck, A., e altri, *Reestablishingstability and avoiding a credit crunch: Comparing different bad bank schemes,* DICE Discussion Paper, 31, Düsseldorf Institute for Competition Economics (DICE), Düsseldorf, 2011. https://www.econstor.eu/bitstream/10419/49094/1/667627928.pdf.

Hett. F., Schmidt, A., Bank rescues and bailout expectations: The erosion of market discipline during the financial crisis, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 126, 3, 2017.

Hodge Malek, Q. C., Bousfeld, S., *Bad banks and the "No Creditor Worse Off" compensation scheme*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2016.

Hoggarth, G., e altri, *On the resolution of banking crises: theory and evidence*, Bank of England, Working Paper, 229, 2004.

Hudson, J. R., e altri, *Revisiting the Outer Fringes: Contractual Subordination in Dual Bankruptcy Cases*, in *Commercial Law Journal*, Vol. 98, 1993.

Huertas, T. F., *European bank resolution: making it work! Interim report of the Ceps task force on implementing financial sector resolution*, Centre for European Policy Studies, 2016.

Hüpkes, E., *Adequate loss-absorbing and recapitalisation capacity of G-SIBs in resolution*, in ECB, *From Monetary Union to Banking Union, on the way to Capital Markets Union New opportunities for European integration*, Legal Conference 2015**,** 1-2 September 2015.

Hüser, A. C., e altri, *The systemic Implications of Bail-in: A Multi Layered Network Approach*, Working Paper Series, European Central bank, 2010, 2017.

IMF-WB, *An Overview of the Legal, Institutional, and Regulatory Framework for Bank Insolvency*, April 17, 2009, consultabile all'indirizzo https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/041709.pdf

Inderst, R., Mueller, H. M., *Bank capital structure and credit decisions*, in *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 17, 3, 2008.

Innocenti, F., *Gli strumenti finanziari partecipativi*, Napoli, 2017.

Inzitari, B., *La disciplina della crisi nel testo unico bancario,* in *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, Quaderni di ricerca giuridica, n. 75, Banca d'Italia, Roma, 2014.

Inzitari, B., *BRRD, bail in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. 180/2015)*, in *Ildirittodegliaffari.it*, 2016.

Inzitari, B., *La risoluzione e la condivisione concorsuale delle perdite*, in A. Jorio e B. Sassani (a cura di), *Trattato delle procedure concorsuali*, V, Milano, 2017.

Irrera, M., *La nuova disciplina dei «prestiti» dei soci alla società*, in Stefano Amborsini (a cura di), *La riforma delle società*, Torino, 2003.

Ivone, G., *La disciplina del voto nel concordato. L'approvazione del concordato fallimentare*, in Aa. Vv., *Il superamento della crisi e la conclusione delle procedure*, in L. Ghia, C. Piccininni e F. Severini (diretto da), *Trattato delle procedure concorsuali*, Vol. IV, Milano, 2011.

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.

Jaques, C., *Subordination (postposition) et exécution : le sort des créances subordonnées dans l'exécution forcée*, in *L'Expert-comptable suisse*, Vol. 10, 1999.

Jennings-Mares, J., *The bail in tools*, in Aa. Vv., *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, World Bank, 2017.

Johnson, R. W., *Subordinated debentures: debt that serves as equity*, in *The Journal of Finance*, Vol. 10, 1955.

Johnson, S. A., *The Effect of Bank Debt on Optimal Capital Structure*, in *Financial Management*, Vol. 27, 1, 1998.

Kleftour, N., *European Union Bank Resolution Framework: can the objective of financial stability ensure consistency in resolution authorities' decisions?*, in *ERA Forum*, Vol 18, 2, 2017.

Kravitz, D., *The Outer Fringes of Chapter 11: Nonconsenting Senior Lenders' Rights Under Subordination Agreements in Bankruptcy*, in *Michigan Law Review*, Vol. 91, 1992.

La Brosse, J. R., *'International Experience and Policy Issues in the Growing Use of Bridge Banks'*, in: J.R. La Brosse, R. Olivares-Caminal and D. Singh (eds.), *Financial Crisis Management and Bank Resolution*, London, 2009.

La Licata, D., *La struttura finanziaria della società bancaria: patrimonio, patrimonio netto, patrimonio di vigilanza*, Torino, 2008.

Lamandini, M., *Perpetual notes e titoli obbligazionari a lunga o lunghissima scadenza*, in *Banca, borsa e tit. cred*., 1991.

Lamandini, M., *Struttura finanziaria e governo delle società*, Bologna, 2001.

Lazcano Hormaeche, M., *The Sale of Business Tool*, in World Bank, *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, 2017.

Lazcano Hormaeche, M., *The bridge institution tool (bridge bank)*, in World Bank, *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, april 2017.

Lazcano Hormaeche, M., *The Asset Separation Tool - Asset Management Vehicle (AMV)*, in World Bank, *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, 2017.

Lembo, M., *Il panorama del bail-in si arricchisce del nuovo articolo 12 bis del TUB (in attesa delle norme di vigilanza) e di altri strumenti di recente introduzione*, in *Dirittobancario.it*, 2018.

Lener, R., *La Cassazione chiude (definitivamente?) il dibattito sulla natura delle «quote» delle casse di risparmio*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1995.

Lener, R., *La Raccolta del risparmio: profili generali*, in Alberto Urbani (a cura di), *L'attività delle Banche*, Milano, 2010.

Lener, R., *Bail in bancario e depositi bancari fra procedure concorsuali e regole di collocamento degli strumenti finanziari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 3, 2016.

Lener, R., *Profili problematici del bail-in*, in *I quaderni di minerva bancaria*, 2016.

Lener, R., *Il cliente bancario di fronte al bail-in: la (modesta) protezione delle regole di condotta*, in *I quaderni di minerva bancaria*, 2016.

Leone, P., Natale, S., Nicastro, R., (a cura di), *Risoluzione di una crisi: le Good Banks tra regole, mercato, territori e risparmiatori*, Roma, Bancaria, 2019.

Libertini, M., *Del mutuo*, in P. Cendon (diretto da), *Comm. Cod. civ.*, IV**, Torino, 1991.

Libonati, B., *Legge bancaria e «banca di fatto»*, in *Riv. dir. comm.*, II, 1965.

Libonati, B., *Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano, 1999.

Liotard, G., *Si discute dell'incostituzionalità del bail-in*, in *Notai.it*, 2016.

Lipari, M., *Art. 119*, in F. Caringella e M. Protto (coordinato da), *Codice del nuovo processo amministrativo*, Roma, 2013.

Litan, R. E., Rauch, J., *American Finance for the 21st Century*, The United States Department of the Treasury, Washington, 1997.

Locascio Aliberti, E., *Il socio involontario*, Napoli, 2018.

Lopes, J. L., *Contractual Subordinations and Bankruptcy*, in *Banking Law Journal*, Vol. 97, 1980.

Lu, W., Whidbee, D., *Bank structure and failure during the financial crisis*, in *Journal of Financial Economic Policy*, Vol. 5, 3, 2013.

Lucarelli, A., *Il Bail-in paradigma dell'eterno conflitto tra Stato assicuratore e stato regolatore. Crisi delle banche e nuove forme di risanamento: tra mercato, regola della concorrenza e dimensione sociale,* in *federalismi.it,* 2016.

Lugaresi, S., *La risoluzione delle crisi bancarie: bail-in e Resolution Planning*, 2016, https://fchub.it/wp-content/uploads/2018/05/la_risoluzione_delle_crisi_bancarie.pdf.

Lungarella, R., Vella, F., *C'era una volta l'istituto di credito del territorio*, in *lavoce.info*, 2017.

Lungarella, R., Vella, F., *Finanza_Banche fallite, partono gli indennizzi per i risparmiatori*, in *lavoce.info*, 2019, https://www.lavoce.info/archives/60854/banche-fallite-partono-gli-indennizzi-per-i-risparmiatori

Maccarone, S., *I sistemi di garanzia dei depositi nel contesto regolamentare europeo*, relazione al convegno *Meccanismo unico di risoluzione: sfide e opportunità per il sistema bancario nazionale*, Università di Siena, 2016, https://www.disag.unisi.it/sites/st07/files/allegatiparagrafo/24-05-2016/maccarone_s_i_sistemi_di_garanzia_dei_depositi_nel_contesto_regolamentare_europeo_siena_13_maggio_2016_0.pdf

Maccarone, S. *La gestione delle crisi bancarie tra diritto europeo e norme interne*, in *Riv. dir. banc. merc. fin*., 1, 2018.

Macchia, M., *Il Single Resolution Board*, in M. P. Chiti e V. Santoro (a cura di), in *L'unione bancaria europea*, Ospedaletto, 2016.

MacDougall, B., *Subordination Agreements*, in *Osgoode Hall Law Journal*, Vol. 32, 1994.

Maffei Alberti, A., *Nuovi strumenti di finanziamento e liquidazione coatta amministrativa*, in G. B. Portale (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983.

Maino, R., Masera, R., *Capitale e rischio: recenti tendenze e prospettive nella patrimonializzazione delle banche italiane*, Interventi tenuti nell'ambito del Seminario su: "Redditività, patrimonio e mutamenti organizzativi nelle banche italiane", Perugia, 16 marzo 2002, disponibile all'indirizzo internet: https://www.assbb.it/wp-content/uploads/2014/10/QR_196.pdf.

Marchetti, P., *Le obbligazioni nel testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1994.

Marci, S., (a cura di), *L'uso dei termini stranieri nei testi legislativi*, Senato della Repubblica, Servizio per la qualità degli atti normativi, Approfondimenti n. 1, giugno 2018, reperibile all'indirizzo https://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/01067665.pdf

Marcucci, M., *art. 12*, in Francesco Capriglione (diretta da), Mirella Pellegrini - Marco Sepe - Vincenzo Troiano (con la collaborazione di), Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, 4 ed., I, Vicenza, 2018.

Masi, P., *Art. 58 – Cessione di rapporti giuridici*, in Francesco Capriglione (diretto da), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizi*, I, Milano, 2018.

Mattei Gentili, M., *Il* bail in*: una risposta sbagliata ai dissesti bancari*, in *Banca impresa società*, n. 1, 2017.

Mecatti, I, *Gli aiuti di stato alle banche in crisi: note introduttive*, in *Studi Senesi*, CXXX (III SERIE, LXVII), 3, 2018.

Mecatti, I., *La responsabilità della banca cessionaria nell'ambito della l.c.a. delle banche venete, per le pretese risarcitorie degli azionisti e restitutorie dei creditori della banca cedente*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2019.

Meo, G., *Il risanamento finanziato dai creditori*, Milano, 2013.

Merc, G., *The minimun requirement for own funds and elegible liabilitles* (Mrel), in World Bank, *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, april 2017.

Merc, G., *Valuation of Difference in Treatment ex-post Resolution – No Creditor Worse Off than under Liquidation (NCWOL)*, in Aa. Vv., *Understanding bank recovery and resolution in the eu: a guide book to the BRRD*, World Bank, 2017.

Merler S., *Bank liquidation in the European Union: clarifcation needed*, in *Brugel, Policy Contribution*, 1, 2017, reperibile all'indirizzo http://aei.pitt.edu/93149/1/PC%2D01_2018.pdf.

Merler S., *Critical functions and public interest in banking services: Need for clarification? Banking Union Scrutiny*, in *Bruegel Report*, November 2017. Reperibile all'indirizzo http://aei.pitt.edu/93152/.

Mesnard, B., *Loss absorbing capacity in the Banking Union: TLAC implementation and MREL review*, European parliament, 7 July2016, reperibile all'indirizzo http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2016/574408/IPOL_BRI(2016)574408_EN.pdf.

Metz V., e altri, *Minimum requirement for own funds and eligible liabilities (MREL) – initial assessment for Austrian banks and selected subsidiaries in the EU*, Oesterreichische NationalBank, Financial Stability Report 31, 2016.

Michaelides, A., Orphanides, A., *The Cyprus Bail-In: Policy Lessons from the Cyprus EconomicCrisis*, Imperial College Press, London, 2016.

Micossi, S., e altri, *Bail-in Provisions in State Aid and Resolution Procedures: Are they consistent with systemic stability?* Ceps policy brief, No. 318, 2014, reperibile all'indirizzo https://www.ceps.eu/system/files/PB%20318%20SM%20et%20al%20Bail-in%20Provisions%20in%20State%20Aid%20and%20Resolution%20Procedures%20final_0.pdf.

Mikosek, M., *Free market in death? Europe's new bail-in regime and its impact on bank funding, Deutsche Bank Research, EU monitor, Global financial markets*, April 29, 2016, https://www.dbresearch.com/PROD/RPS_EN-PROD/PROD0000000000441781/Free_market_in_death%3F_Europe%E2%80%99s_new_bail-in_regime_.pdf.

Minervini, G., *Banca, attività bancaria, contratti bancari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1962.

Minervini, G., *Note sull'assicurazione dei depositi bancari*, in Belli e altri (a cura di), *Banche in crisi 1960-1985*, Bari, 1987.

Minervini, G., *Il "ristoro" ex D.M. 27 settembre 1974 e il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi*, in *Giur. comm.*, 1990.

Miola, M., *Gli strumenti finanziari nelle società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico,* in *Riv. dir. comm.*, 2005.

Moretti, R., e altri, *La gestione delle crisi delle banche e i ruoli dei fondi di garanzia: casistica europea e inquadramento degli interventi di sostegno del FITD*, FITD*, Working papers n. 13,* 2014.

Muscolo, G., *Nuove categorie di strumenti finanziari partecipativi*, in Francesco Galgano (opera ideata e diretta da), Elisabetta Panzarini con Angelo Dolmetta, Sergio Patriarca (proseguita e curata da), *Le operazioni di finanziamento: bancario societario, sull'estero, al consumatore, strutturato, a mezzo garanzia, pubblico*, Bologna, 2016.

Ng, J., Roychowdhury, S., *Do loan loss reserves behave like capital: evidence from recent bank failures*, in *Review of Accounting Studies*, Vol. 19, 3, 2014, disponibile all'indirizzo internet: http://ssrn.com/abstract¼1646928

Niccolini, G., *Il prestito obbligazionario delle società per azioni*, Roma, 2010.

Nigro, A., *Profili pubblicistici del credito*, Milano, 1972.

Nigro, A., *Le obbligazioni e le altre forme di finanziamento delle società per azioni*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, 1999.

Onado, M., *Aspetti economici e tecnici del capitale proprio delle banche*, in G. B. Portale (a cura di), in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983.

Onado, M., *La supervisione finanziaria europea dopo il Rapporto de Larosière: siamo sulla strada giusta?*, in *Bancaria*, 2010.

Paciello, A., *La struttura finanziaria della società per azioni e tipologia dei titoli rappresentativi del finanziamento,* in *Riv. dir. Comm.*, 2002.

Patriarca, S., *Le obbligazioni e i titoli di debito*, in Francesco Galgano (ideata e diretta da), Elisabetta Panzarini - Aldo Angelo Dolmetta - Sergio Patriarca (proseguita e curata da), Le operazioni di finanziamento, Bologna, 2016.

Patroni Griffi, A., *Le crisi bancarie: il caso Ambrosiano*, in F. Belli et al. (a cura di), *Banche in crisi, 1960-1985*, 1987.

Pavirani, A., *La dichiarazione di operatore qualificato alla luce dell'evoluzione normativa e giurisprudenziale*, in *Riv. dir. banc.*, 2011.

Pavone e La Rosa, A., Titoli «atipici» *e libertà di emissione nell'ambito delle strutture organizzative della grande impresa,* in G. B. Portale (a cura di), in *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983.

Pajardi, P., *Manuale di diritto fallimentare*, Milano, 1976.

Pellegatta, S. *L'offerta pubblica di transazione nella recente crisi delle banche venete*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 1, 2018

Pellizzi, G. L., *Relazione di Sintesi*, in G. B. Portale (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983.

Perrino, A. M., *Il concordato fallimentare: aspetti procedimentali*, in A. Jorio (a cura di), *Fallimento e concordato fallimentare*, Tomo secondo, Milano, 2016.

Perrino, M., *Le cessioni in blocco nella liquidazione coatta bancaria*, Torino, 2005.

Pettiti, D., *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964.

Pezzuto, A., *La liquidazione delle banche venete*, in *Riv. dir. banc.*, 2017.

Philippon, T., Salord, A., *Bail-ins and Bank Resolution in Europe: A Progress Report. Geneva Reports on the World Economy*, Special Report 4, International Center for Monetary and Banking Studies, March 2017.

Pizzigati, M., *Postergazione di credito come garanzia nel concordato fallimentare*, in *Giur. comm.*, 1977, II, 284 ss.

Police, A., *Annullabilità e annullamento*, in *Enc. dir.*, Annali, I, Milano, 2007, 53 ss.

Police, A., *La giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo*, in C. P. Cirillo (a cura di) *Il nuovo diritto processuale amministrativo*, in G. Santaniello (Diretto da), *Trattato di diritto amministrativo*, Vol. 42, 2014, Cedam, 135 ss.

Portale, G. B., *La ricapitalizzazione delle aziende di credito*, in G. B. Portale (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983.

Portale, G. B., «*Prestiti subordinati» e «prestiti irredimibili» appunti*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1996.

Portale, G. B., *Dalla "Pietra del vituperio" al bail-in*, in Riv. dir. comm., Vol. 115, 1, 2017.

Porzio, M., *Il concetto d'attività bancaria*, in G. Restuccia (a cura di), *L'attività parabancaria*, Milano, 1987.

Porzio, M., *Le imprese bancarie*, in V. Buonocore (diretto da), *Trattato di Diritto Commerciale*, Sez. III, Tomo I, Torino, 2007.

Poyntner P., Reininger, T., *Bail-in and Legacy Assets: Harmonized rules for targeted partial compensation to strengthen the bail-in regime*, *Oesterreichische Nationalbank, Working Papers,* 2018.

Preite, D., *Commentario al codice civile*, *2410 Emissione*, in Paolo Cendon (a cura di) *Commentario al codice civile, artt. 2397 – 2420 ter*, Milano, 2010.

Resti, A., *Banks' capital and liquidity in the Basel 3 framework*, in Bancaria, 11, 2011.

Resti, A., *Should the marketing of subordinated debt be restricted/different in one way or the other? What to do in the case of mis-selling?*, European Parliament, Economic Governance Support Unit, 22 March 2016, disponibile all'indirizzo internet: http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2016/497754/IPOL_IDA(2016)497754_EN.pdf.

Rispoli Farina, M., Scipione, L., *La vendita e la separazione delle attività*, in M. P. Chiti e V. Santoro (a cura di), *L'Unione bancaria europea*, Ospedaletto, 2016.

Rispoli Farina, M., *La soluzione della crisi delle banche venete nell'ambito della procedura di risanamento e risoluzione delle banche italiane. Uno sguardo di insieme*, in *Innovazione e Diritto*, n. 2, 2018.

Rispoli Farina, M., *La soluzione della crisi del Monte paschi di Siena e delle banche venete nell'ambito della procedura di risanamento e risoluzione delle banche italiane. Uno sguardo di insieme*, in *Studi Sanesi*, CXXX (III SERIE, LXVII), 3, 2018.

Rivosecchi, G., *Replica agli interventi*, Seminario interdisciplinare Ragionando sull'introduzione dell'equilibrio di bilancio, tra incompiuta attuazione della riforma e anticipazioni della giurisprudenza, 2016 *costituzionale*,http://www.forumcostituzionale.it/wordpress/wp-content/uploads/2016/04/rivosecchi-replica.pdf.

Rossano, D., *Il Tribunale UE boccia la Commissione europea sul caso Tercas (The General Court of the European Union rejects the European Commission in the Tercas case), nota a sentenza del Tribunale UE del 19 marzo 2019*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2, 2019.

Rossano, D., *La nuova regolazione delle crisi bancarie. Risoluzione e tecniche di intervento*, Milano, 2017.

Rossano, D., *Tutela del risparmio e regolazione delle crisi bancarie*, in *Diritto pubblico europeo*, 2018.

Rossi, P., *L'educazione finanziaria ai tempi del bail in,* in *Democrazia e Sicurezza,* anno VII, n. 4, 2017.

Rossi, P., *La disciplina "emergenziale" delle crisi bancarie in Italia: dal decreto "salva banche" al decreto "salva risparmio". Quale protezione per i risparmiatori?*, in *Amministrazione in cammino*, 2017.

Rossi, P., *Banking resolution e tutela del risparmio, tra bail out e bail in,* in *Amministrazione in cammino*, 2017.

Rossi, P., *La risoluzione dell'impresa bancaria, tra dubbia costituzionalità del bail in e criticità d'impatto, in Dirittifondamentali.it*, 2, 2017.

Rossi, S., *L'Unione Bancaria nel processo di integrazione europea, Intervento del Direttore generale della Banca d'Italia, Convegno "Unione Bancaria europea e rapporto Banca Impresa"*, CUOA Business School, Altavilla Vicentina, 2016, https://www.bancaditalia.it/media/notizia/l-unione-bancaria-nel-processo-di-integrazione-europea-intervento-di-salvatore-rossi

Roubini, N., *Bail-ins, Bailouts, Burden Sharing and private Sector Involvement in Crisis Resolution: The G-7 Framework and Some Suggestions on the Open Unresolved Issues*, Stern School of Business, New York University, 2001.

Rojo, A., (a cura di), *Il diritto delle società per azioni: Problemi, esperienze, progetti*, Milano, 1993.

Rulli, E., *Il Bail-in. Il capitale (degli altri) come capitale di riserva*, in *Rivista bancaria-Minerva bancaria*, 2016.

Rutigliano, M., *Il bilancio della banca e degli altri intermediari finanziari*, Milano, 2016.

Sacchi, R., *Gli obbligazionisti nel concordato delle società*, Milano, 1981.

Salanitro, N., *Strumenti di investimento finanziario e sistemi di tutela dei risparmiatori*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2004.

Salmoni, F., *Crisi Bancarie e incostituzionalità del bail-in*, in *Percorsi Costituzionali*, 1, 2017.

Salmoni, F., *Stabilità finanziaria, unione bancaria europea e costituzione*, Milano, 2019.

Sangiorgio, G., *Credito*, (voce), in *Dig. Pubbl.*, IV, Torino, 1998.

Santoni, G., *Tre interrogativi sull'operazione di salvataggio delle quattro banche*. *Scritto per il Convegno «Salvataggio bancario e tutela del risparmio»*, in *Riv. dir. banc.*, 2016.

Santoni, G., *La risoluzione bancaria. L'apertura*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, Vol. 32, 4, 2018.

Sarale, M., *Le obbligazioni di società*, in *Giur. comm.*, I, 1982.

Sarale, M., *Le società per azioni. Obbligazioni*, in W. Bigiavi (diretta da), *Giurisprudenza Sistematica di Diritto Civile e Commerciale*, Torino, 2000.

Sartori, N., *L'istituto della nullità relativa nel settore finanziario: dalla teoria alla pratica*, in *Riv. dir. banc.*, 2002.

Schäfer, D., Zimmermann, K. F., *Bad Bank(s) and Recapitalization of the Banking Sector, in Intereconomics - Review of European Economic Policy*, 44, 2009.

Scipione, L., *Crisi bancarie e disciplina degli aiuti di Stato. Il caso italiano: criticità applicative e antinomie di una legislazione d'emergenza*, in *Innovazione e diritto* 2, 2017.

Scipione, L., *Dal "decreto salva banche" al fondo Atlante, passando per la bad bank all'italiana. Strategie di superamento del bail-in e di ritorno al bail-out?*, in *Innovazione e diritto,* 3, 2016.

Sepe M., Art. 12-bis, in Francesco Capriglione (diretta da) Mirella Pellegrini - Marco Sepe - Vincenzo Troiano (con la collaborazione di), *Commentario al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, 4 ed, I, Vicenza, 2018.

Sicchiero, G., *I patti sulla responsabilità patrimoniale (art. 2740)*, in *Contratto e impresa*, 2012.

Siegert, C., Willison, M., *Estimating the extent of the 'too big to fail' problem - a review of existing approaches, Bank of England***,** Financial Stability Paper, 32, 2015**,** https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/financial-stability-paper/2015/estimating-the-extent-of-the-too-big-to-fail-problem.pdf?la=en&hash=64EDA7CAB981D5DB4BA573823643E68FB649654B.

Sironi Gaudenzi, E., *Il bail-in. Il recepimento della direttiva europea 2014/59/EU,* Padova, 2016

Solinas, M., *Il finanziamento mezzanino*, in Francesco Galgano (ideata e diretta da), Elisabetta Panzarini - Aldo Angelo Dolmetta - Sergio Patriarca (proseguita e curata da), *Le operazioni di finanziamento*, Bologna, 2016.

Sommer*.,* J. H., *Why Bail-In? And How*! in *Economic Policy Review*, Vol. 20, 2, 2014.

Spada, P., *Provvista del capitale e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009.

Spagnuolo, D., *Titoli bancari di raccolta del risparmio*, in P. Rescigno (diretto da), *Trattato di diritto privato*, 13*, Torino, 2008.

Spolaore, P., *Finanziamento "privato" e strumenti finanziari partecipativi*, in *Giur. comm.*, 2018.

Stanghellini, L., La *disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in *Dal Testo unico bancario all'Unione bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri*, Quaderni di Ricerca Giuridica, n. 75, Banca d'Italia, Roma, 2014.

Stanghellini, L., *La gestione delle crisi bancarie. La tradizione italiana e le nuove regole europee*, in *Ricerche giuridiche,* Vol. 4, 2, 2015.

Stanghellini, L., Zorz, A., *Perché il bail-in è costituzionale*, in *lavoce.info*, 2016, https://www.lavoce.info/archives/42682/perche-il-bail-in-e-costituzionale/.

Stanghellini, L., *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2, 2016.

Stefani, M. L., e altri, *Le banche locali e il finanziamento dei territori*: *evidenze per l'Italia (2007-2014)*, Questioni di Economia e Finanza, n. 324, Banca d'Italia, Roma 2016.

Stella, M., *Lineamenti degli arbitri bancari e finanziari: in Italia e in Europa aggiornato alla delibera Consob n. 19602 del 4 maggio 2016 istitutiva dell'Arbitro per le controversie finanziarie e al D.L. 3 maggio 2016, n. 59*, Assago, 2016.

Stiefmüller, C. M., *TLAC/MREL: Making failure possible?*, in *Finance Watch Policy Brief*, 2016.

Taggart Jr., R. A., Greenbaum, S. I., *Bank Capital and Public Regulation*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 10, 2, 1978.

Terranova, G., *La cessione delle azioni nelle procedure concorsuali*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2014.

Thole, C., *Bank Crisis Management and Resolution – Core Features of the Bank Recovery and Resolution* Directive (July 22, 2014). Disponibile all'indirizzo: https://ssrn.com/abstract=2469807.

Tino, S., *Postergazione di crediti e «agevolazione» della liquidazione coatta delle banche*, in G. B. Portale (a cura di), *Ricapitalizzazione delle banche e nuovi strumenti di ricorso al mercato*, Milano, 1983.

Tombari, U., *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (verso nuove forme rappresentative delle società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2002.

Torchia, L., *La nuova governance economica dell'Unione europea e l'Unione bancaria*, in M. P. Chiti e V. Santoro (a cura di) *L'Unione bancaria europea*, Ospedaletto, 2016.

Tröge, T. H., *Too Complex to Work A Critical Assessment of the Bail-in Tool under the European Bank Recovery and Resolution Regime*, SAFE Working Paper, No. 179, 2017.

Troiano, V., *Le operazioni di cartolarizzazione*, Padova, 2003.

Troiano, V., *La conversione di Strumenti azioni: aspetti proprietari e governnce*, in V. Troiano e G. M. Uda (a cura di), *La gestione delle crisi bancarie. Strumenti, processi, implicazioni nei rapporti con la clientela*, Milano, 2018.

Tullio, A., *La postergazione*, Padova, 2009.

Uberti Bona, I., *Questioni in tema di cointeressenza fra imprenditori*, in Riv. dir. comm., 1953.

Uda, G. M., *Il bail-in e i principi della par condicio creditorum e del no creditor worse off (ncwo)*, in *Il diritto dell'economia*, n. 97, 2018.

Urbani, A., *Banca, attività bancaria, attività delle banche*, in Alberto Urbani (a cura di), *L'attività delle banche*, Cedam, 2010.

Valditara, G., *Rischi per il sistema bancario e incostituzionalità del bail in*, in *logos*, 2016, http://www.logos-rivista.it/index.php?option=com_content&view=article&id=723&Itemid=585.

Vattermoli, D., *Finanziamento alle imprese, banche e subordinazione volontaria dei crediti*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2011.

Vattermoli, D., *Crediti subordinati e concorso tra creditori*, in *Quaderni di Giur. comm.*, Milano, 2012.

Vattermoli, D., *Il bail-in*, in M. P. Chiti e V. Santoro (a cura di), *L'Unione bancaria europea*, Ospedaletto, 2016.

Vattermoli, D., *Introduzione ai "Principles on bail-in execution"*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2018.

Vattermoli, D., «*Strumenti di debto chirogrfario di secondo livello». Alchimie linguistiche e tutela del mercato bancario*, in *Dir. banc. e merc. fin.*, 2, 2018.

Vattermoli, D., *La risoluzione bancaria. I profili generali: struttura, natura, funzioni*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2018.

Vella, F., *Banche che guardano lontano: regole per la stabilità e regole per la crescita*, in *Banca impresa società*, 2016.

Vella, F., *Banche italiane e crediti deteriorati. Alla ricerca di soluzioni efficienti e orientate alla crescita*, in Bancaria, n. 5, 2017.

Vella, F., Guccione, A. V., *I meccanismi europei di vigilanza e risoluzione delle crisi bancarie*, in G. Lemme (a cura di), *Diritto ed economomia del mercato*, 2 ed., Milano, 2018.

Ventoruzzo, M., Sandrelli, G., *O tell me the truth about Bail-in: theory and practice*, Ecge, Law Working paper, 442, 2019.

Vicari, A., *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, Milano, 2006.

Visco, I, *Intervento del Governatore della Banca d'Italia*, 22° Congresso ASSIOM FOrex, Torino, 2016.

Visentini, G., *Operazioni atipiche di finanziamento con emissione di titoli in serie*, in Banche e Banchieri, 1979.

Wood, P. R., *Law of Subordinated Debt*, London, Sweet & Maxwell, 1990.

Wood, R. J., *Subordination Agreements, Bankruptcy and the PPSA*, in *Canadian Business Law Journal*, Vol. 49, 2010.

World Bank Group, *Bank resolution and "bail-in" in te EU: selected case studies pre and post BRRD,* Vienna, 2016.

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, 1-2 September 2015.

Wojcik, K. P., *Bail-in in the Banking Union*, In *Common Market Law Review*, 53, 1, 2016.

Zenios, S. A., *Self-fulfilling Prophecies in the Cyprus Crisis: ELA, PIMCO, and Delays*, in A. Michaelidis e A. Orphanides (eds.), *The Cypurs bail-in*, Imperial College Press, 2015.

Zhou, J., e altri, *From Bail-out to Bail-in: Mandatory Debt Restructuring of Systemic Financial Institutions*, IMF Staff Dicussion Note, 2012.