

DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE

CATTEDRA DI ANALISI E VALUTAZIONE DELLE POLITICHE PUBBLICHE



AFFRONTARE IL MAREMOTO

IL BAIL-IN NEL QUADRO DELLA RECENTE NORMATIVA BANCARIA EUROPEA E
NAZIONALE: PROSPETTIVE STORICHE, ANALISI EMPIRICA E PROFILI DI CRITICITÀ

RELATORE: PROF. ANTONIO LA SPINA

CORRELATORE: PROF. PAOLO GARONNA

CANDIDATO: SAMUELE CROSETTI

ANNO ACCADEMICO 2016 - 2017

INDICE

INTRODUZIONE - ONDE, CAVALLONI E MAREMOTI _____ p. 7

I. I DUE PILASTRI DEL MECCANISMO UNICO DI VIGILANZA E DEL SISTEMA EUROPEA DI ASSICURAZIONE DEI DEPOSITI: UNO SGUARDO DI INSIEME

I.1. INTORNO AL SISTEMA UNICO DI VIGILANZA _____ p. 14

I.1.a. Dal SEVIF al Single Supervisory Mechanism: la natura accidentale delle attribuzioni della BCE _____ p. 14

I.1.b. La BCE nell'architettura del Single Supervisory Mechanism _____ p. 23

I.1.c. L'EBA e il difficile compromesso fra vigilanza e regolazione _____ p. 29

I.1.d. Il ciclo di vigilanza all'interno del SSM _____ p. 35

I.2. DAI DGS ALL'EDIS: LAVORI IN CORSO _____ p. 40

I.2.a I DGS nella Direttiva 2014/49/UE _____ p. 41

I.2.b. L'EDIS: un piatto indigesto in Germania _____ p. 47

II. L'HABITAT NORMATIVO DEL BAIL-IN

II.1. INTORNO ALLA BRRD _____ p. 59

II.1.a. Il Contesto della BRRD: orchestre, formiche e comparse _____ p. 59

II.1.b. Il versante preventivo _____ p. 63

II.1.b.1. Piani di risanamento _____ p. 63

II.1.b.2. Piani di risoluzione _____ p. 66

II.1.b.3. Gli accordi di sostegno finanziario infragruppo _____ p. 72

II.1.c. L'intervento precoce _____ p. 74

II.1.d. La Risoluzione _____	p. 77
II.1.d.1. Ragioni, obiettivi e presupposti _____	p. 78
II.1.d.2. Principi della Risoluzione _____	p. 91
II.1.d.3. Gli strumenti della risoluzione _____	p. 98
II.1.d.3.a. La vendita delle attività _____	p. 101
II.1.d.3.b. L'ente ponte _____	p. 106
II.1.d.3.c. La separazione delle attività _____	p. 109
II.1.d.4. Osservazioni conclusive sulle misure di risoluzione _____	p. 114
II.1.e. Il sostegno pubblico straordinario _____	p. 115
II.1.e.1. Gli interventi pubblici nella BRRD _____	p. 118
II.1.e.2. L'intervento pubblico straordinario all'interno del Meccanismo Unico di Risoluzione _____	p. 127
II.2. INTORNO AL SRM _____	p. 129
II.2.a. Il Comitato di Risoluzione Unico _____	p. 130
II.2.b. Il Fondo di Risoluzione Unico e il suo finanziamento - riscontri empirici. _____	p. 135

III. ANALISI DEL BAIL-IN

III.1. CHE COS'È IL BAIL-IN E COME FUNZIONA _____	p. 152
III.1.a. La (ri)nascita della Fenice _____	p. 152
III.1.b. Gli obiettivi del bail-in _____	p. 158
III.1.c. Il funzionamento del salvataggio interno _____	p. 164
III.1.d. Le esenzioni _____	p. 169
III.1.e. Ricordarsi di Esopo: il requisito minimo di passività ammissibili	175

III.2. CRITICITÀ DI FORMULAZIONE _____	p. 181
III.2.a. La sentinella cieca: difficoltà nell'azione di monitoraggio da parte dei creditori _____	p. 184
III.2.b. Il futuro braccio destro della MiFID 2 e i suoi rapporti con il requisito minimo di passività ammissibili _____	p. 193
III.2.c. Questione di priorità: il difficile coordinamento fra stabilità finanziaria, lotta all'azzardo morale e salvaguardia delle finanze pubbliche p. 205	
III.2.c.1. Il salvataggio interno fa salva la fiscalità generale? ____	p. 208
III.2.c.2. Solo il bail-in è in grado di limitare l'azzardo morale? ____	p. 213
III.2.c.3. Restare con i piedi per terra: considerazioni conclusive sugli obiettivi del salvataggio interno _____	p. 215
III.3. IL RUOLO DEGLI OPERATORI _____	p. 218
III.3.a. La duplice dimensione della tempistica _____	p. 219
III.3.b. La comprensione delle regole da parte degli operatori _____	p. 223
III.3.b.1. Dove guardare? _____	p. 223
III.3.b.2. La risposta di Pampurini e Banfi, insieme alla nostra ____	p. 230
III.3.b.3. Cosa rimane sullo sfondo _____	p. 243
CONCLUSIONI - OCCORRE PIÙ SENSO DI APPARTENENZA _____	p. 251
BIBLIOGRAFIA _____	p. 255
DOCUMENTO DI SINTESI _____	p. 294
RINGRAZIAMENTI E DEDICA _____	p. 312

INDICE DELLE FIGURE

- Figura 1:** Confronto PIL Reale USA ed Eurozona _____ p. 14
- Figura 2:** Il Ciclo di Vigilanza _____ p. 40
- Figura 3:** Evoluzione dei fondi a carico dell'EDIS a confronto rispetto a quella gravante sui DGS partecipanti _____ p. 53
- Figura 4:** Costi di salvataggio sulle finanze pubbliche e impatto sistemico ____ p. 82
- Figura 5:** La compartimentazione all'interno del periodo transitorio del Fondo p. 146
- Figura 6:** Peso dei fondi di risoluzione extra-Euro sul totale delle risorse attese p. 149
- Figura 7:** Rappresentazione grafica del funzionamento del salvataggio interno p. 169
- Figura 8:** Perdita di prodotto in USA durante la crisi dei mutui subprime; ____p. 210
- Figura 9:** Struttura del passivo delle banche italiane al 31 Dicembre 2013 p. 226
- Figura 10:** Obbligazioni subordinate per scadenza _____p. 232
- Figura 11:** Andamento del prezzo delle obbligazioni subordinate emesse da banche considerate a rischio _____p. 237
- Figura 12:** Andamento del prezzo delle obbligazioni subordinate emesse da banche non considerate a rischio _____p. 237
- Figura 13:** Andamento delle principali obbligazioni ordinarie emesse da banche considerate a rischio _____p. 242
- Figura 14:** Andamento delle principali obbligazioni ordinarie emesse da banche non considerate a rischio _____p. 242
- Figura 15:** Obbligazioni emesse sul totale delle passività bancarie _____p. 245

Figura 16: Obbligazioni bancarie per classi di detentori e per dimensioni delle banche _____ p. 245

Figura 17: Obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie per tipo di titolo e per classi dimensionali degli emittenti _____ p. 249

INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1: Stima del Fondo Unico di risoluzione in Ragione della Crescita del PIL
p. 142

Tabella 2: Stima dei fondi nazionali non Euro a depositi costanti - Anno 2024
p. 149

Tabella 3: Il dilemma del gestore _____ p. 202

Tabella 4: Numero e controvalore di obbligazioni subordinate e ordinarie per emittente _____ p. 234

In copertina: Wenn C. et Brown K., *Illustration*, «mondoart.net»

INTRODUZIONE

ONDE, CAVALLONI E MAREMOTI

Ciascuno di noi ricorderà quando da bambino in riva al mare la sera, tra il lento garrire dei gabbiani e le ombre un poco più lunghe sulla sabbia, si divertiva a frangere le onde tiepide che ritmicamente spumeggiavano a riva, prima di ritirarsi nella risacca. A nessuno verrebbe da pensare, pur ripercorrendo i meandri della propria memoria, che tali pacifici moti dell'acqua possano costituire un reale pericolo. Al più qualche volta per troppa baldanza un poco d'acqua salata sarà finita per traverso; magari appena queste onde si sono fatte un poco più grandi agli occhi di una madre apprensiva, si sarà sentito gridare «torna qui», mentre dall'altra parte a coprire il materno rimprovero giungeva la sirena di una nave o il «cocco-bello» di un abbronzato ambulante. Sono queste le onde che abbiamo imparato a conoscere da sempre, che sappiamo gestire con facilità, eccezion fatta per qualche isolato scivolone o qualche schizzo inatteso, da cui tuttavia è facile riprendersi.

Il discorso cambia invece per quei cavalloni più alti, che solo un «surfista» esperto saprebbe affrontare, mentre l'uomo comune ne resterebbe sopraffatto, rischiando di uscirne decisamente malconco. Si badi bene a come il fenomeno per natura sia simile: sempre di un'onda stiamo parlando. In un caso tuttavia si tratta delle onde con cui giocano anche i più piccoli e non è ravvisabile nessuna minaccia per il bagnante, nell'altro di fronte ad onde maggiori è meglio che quest'ultimo si tenga un poco discosto dal mare sulla spiaggia, per non rischiare di essere trascinato nell'acqua alta e rovinare fra gli scogli.

Esistono infine casi estremi in cui nemmeno ritirarsi sotto l'ombrellone sarebbe sufficiente a salvarsi dalla morte, perché una sola onda anomala spinta ad alta velocità può inghiottire e devastare l'intera sponda marittima. Certo si tratta di eventi rari, di casi del tutto isolati, ma il cui impatto può dar luogo a conseguenze irreparabili.

A voler guardare alle crisi bancarie, ci accorgeremmo presto che queste non sono poi tanto diverse dalle onde. Da un lato vedremo le difficoltà a cui le banche periodicamente possono andare incontro, nella misura in cui ogni soggetto

economico è destinato ad attraversare periodi di migliori prestazioni ed altri di peggiori. In alcuni casi potrà accadere che come per il bambino distratto una di queste onde colga l'istituto impreparato, ma se si tratta di una banca di piccole dimensioni, l'impatto sul sistema economico complessivamente considerato sarà tutto sommato decisamente tenue e non tale, per come vedremo nel corso della trattazione, da giustificare l'avvio di una procedura di risoluzione.

Le crisi delle banche maggiori possono invece essere paragonate ai cavalloni, pericolosi per i bagnanti, ma in ultima istanza non impossibili da essere «domate» dalle autorità di risoluzione, grazie alla robusta tavola delle proprie competenze.

Se ci arrestassimo a questa soglia i problemi da affrontare non sarebbero molti; avremmo crisi minori trascurabili e crisi maggiori che possono essere gestite. Il punto critico risiede piuttosto in quelle crisi isolate, difficilmente prevedibili, che come un'onda anomala sorprendono d'improvviso, suscitate dal terremoto che scuote i fondali imperscrutabili dei mercati finanziari. A questa terza categoria appartengono le crisi degli anni recenti, la cui inondazione si sta rivelando lenta a ritirarsi sulla parificata spiaggia dei tassi di interessi più bassi del livello del mare. In risposta ad eventi traumatici di questa sorta va dunque ascritto il tentativo di consolidamento del settore finanziario e di quello bancario in particolare, soprattutto attraverso gli argini dei coefficienti patrimoniali, vere e proprie scogliere poste a protezione della stabilità finanziaria, e, per quello che più da vicino ci riguarda, per mezzo della politica di risoluzione. Per i Paesi dell'Area dell'Euro inoltre la meta ultima è quella dell'Unione Bancaria Europea, che al momento, per come avremo modo di approfondire, può dirsi completata almeno per due terzi. In misura maggiore tuttavia la nuova normativa europea sembra puntare dritta all'obiettivo decisamente ambizioso di prevenire il formarsi di qualsiasi onda attraverso la predisposizione di numerose azioni preventive o di intervento precoce, commiste a strumenti - come il *bail-in* appunto - che si pongono il dichiarato fine di ridurre i comportamenti di azzardo morale, che delle nostre onde sono uno fra i motori primi. Discuteremo ampiamente del modo in cui tali obiettivi siano effettivamente tradotti in previsioni concrete e soprattutto non mancheremo di evidenziare i nodi più critici e le questioni irrisolte.

Al lettore ci limitiamo ora ad indirizzare un'avvertenza. L'attuale assetto della politica di risoluzione, soprattutto nel suo inscindibile legame con il complesso organico della recente normativa bancaria europea, non deve essere intesa in guisa

di conquista definitiva o di opzione insuperabile. Per molti aspetti essa ha costituito certamente un passo avanti rispetto allo *status* precedente; a controbilanciare questi meriti fa riscontro tuttavia un approccio diremmo patologico, figlio delle crisi e gravato da una certa ingenuità palinogenetica, il quale finisce per esacerbare i timori riguardo scenari catastrofici, quasi come se l'andamento dei fatti economici anziché seguire percorsi ciclici andasse incontro ad una spirale di continua e perpetua degradazione. Come si avrà certamente modo di comprendere meglio leggendo i capitoli che seguono, l'impressione è quella per cui si sia passati dal negare che le onde anomale esistano al ritenere addirittura che quasi tutte le onde possano essere di questo tipo. Solo il lento insegnamento del tempo riuscirà a mostrare il giusto mezzo fra questi due estremi, fra i quali si è peraltro cambiato regime in maniera brusca e repentina, senza concedere troppo tempo agli operatori per esplorare questo nuovo mondo.

Sullo stato attuale della politica di risoluzione il giudizio deve pertanto essere cautamente positivo, ancorché moderatamente critico. L'invito rivolto a chi si dedica allo studio di questi argomenti è quello di non stancarsi mai di suscitare un proficuo dibattito, che rifiutando scelte aprioristiche di natura ideologica, sappia suggerire opzioni di *policy* innovative e raffinate. D'altro canto va lodato l'intento di giungere preparati alla catastrofe e di mettere in campo tutte le possibili strategie idonee a scongiurare una crisi sistemica. Non è certamente un traguardo semplice da raggiungere, ma proprio per questo non si potrà rimproverare eccessivamente il prezzo di alcune cadute, se queste, soccorse dallo spirito di indagine degli «addetti ai lavori», sapranno condurre ad un più solido equilibrio. Per il momento rende onore alla politica di risoluzione il tentativo dell'impresa eroica. In fondo a nessuno vorremmo rimproverare il desiderio di imparare a dominare gli *tsunami*.

I. I DUE PILASTRI DEL MECCANISMO UNICO DI VIGILANZA E DEL SISTEMA EUROPEA DI ASSICURAZIONE DEI DEPOSITI: UNO SGUARDO DI INSIEME

I.1. INTORNO AL SISTEMA UNICO DI VIGILANZA, I.1.a. Dal SEVIF al Single Supervisory Mechanism: la natura accidentale delle attribuzioni della BCE, I.1.b. La BCE nell'architettura del Single Supervisory Mechanism, I.1.c. L'EBA e il difficile compromesso fra vigilanza e regolazione, I.1.d. Il ciclo di vigilanza all'interno del SSM, I.2. DAI DGS ALL'EDIS: LAVORI IN CORSO, I.2.a I DGS nella Direttiva 2014/49/UE, I.2.b. L'EDIS: un piatto indigesto in Germania.

In questa parte si intende ricostruire per sommi capi un quadro di due dei tre pilastri del progetto di Unione Bancaria Europea¹, per come essi si sono venuti a formare negli ultimi anni. Potrà forse apparire inusuale che un'analisi che voglia concentrarsi principalmente sui profili dell'efficacia della politica di risoluzione e del *bail-in* in particolare cominci prenda le proprie mosse da argomenti che in prima battuta non sembrerebbero essere troppo attinenti all'oggetto principale della ricerca. La scelta dal canto suo non è casuale e i benefici del soffermarsi su campi attigui risulteranno forse più chiari soltanto nelle ultime pagine del nostro lavoro, quando nel discutere del ruolo degli operatori economici e dei compiti delle autorità competenti, potremo agevolmente concentrarci sugli effetti della politica di risoluzione, senza dover soffermarci sul «chi faccia che cosa», che avremo preliminarmente chiarito.

Lo strumento del salvataggio interno di canto suo non prende forma in maniera isolata, ma si inserisce in guisa di tassello - se non di pietra angolare - in un più ampio arco di previsioni in corso di edificazione, il quale dovrebbe ad opera

¹ L'espressione «Unione Bancaria Europea», anche se oggi trova una sua sistemazione all'interno dei siti istituzionali degli organismi dell'Unione Europea, è frutto di una genesi informale. Si noti infatti come nella relazione cosiddetta «dei Quattro Presidenti» (Van Rompuy H. et Barroso J.M. et Draghi M., Juncker J.C., 2012, *Towards a genuine Economic and Monetary Union*, EUCO 120/12, Bruxelles) solitamente indicata come l'origine dell'architettura dell'Unione Bancaria, si parlasse ancora di «quadro finanziario integrato», benché i tre pilastri fossero già delineati con precisione; essa figura invece nel «Rapporto dei Cinque Presidenti» (Juncker J.C. et Tusk D., Dijsselbloem J., Draghi M., Schulz M., 2015, *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione Europea, Lussemburgo), altro importante *turning point* nella costruzione dell'attuale struttura istituzionale dell'Unione, sintomo che ormai l'«Unione Bancaria» avesse fatto il suo ingresso nella lessicografia comunitaria ufficiale.

compiuta articolarsi nei tre pilastri del *Single Supervisory Mechanism* (SSM), dell'*European Deposit Insurance Scheme* (EDIS)² e del *Single Resolution Mechanism* (SRM). Si tratta in altre parole di un complesso organico di soggetti, norme e procedure, all'interno del quale ciascuna componente potrebbe apparire tutto sommato immotivata o scarsamente comprensibile, se non se ne considera adeguatamente l'interazione con le altre parti. Inoltre - ed è questa constatazione di carattere generale - nel settore bancario più che in altri occorre sapersi muovere fra un sistema delle fonti che non fa capo ad un ordinamento monolitico di stampo tradizionale, ma che può essere ricondotto piuttosto ad un apparato di «*multilevel governance*»³, dove su una stessa materia insistono prima ancora che numerosi attori - questo varrebbe anche a livello interno - molteplici testi normativi⁴ redatti da organismi a diversa legittimazione, i quali coinvolgono platee più o meno ampie di destinatari. Sarà pertanto necessario caso per caso capire, a seconda della fattispecie, quale sia la normativa applicabile e soprattutto quali soggetti debbano attivarsi, in quali modi e in quali tempi. Da tali premesse ne esce rafforzata l'esigenza di tracciare almeno di volata i contorni del Meccanismo Unico di Vigilanza⁵ e dell'erigendo EDIS⁶. Un'analisi che si restringesse al *Single*

² Benché nella relazione dei Quattro Presidenti sopra menzionata l'EDIS dovesse costituire il secondo pilastro dell'UBE, nelle more della sua adozione, qualora mai dovesse andare in porto, finirebbe per essere il terzo pilastro in ordine di tempo. Scegliamo tuttavia di continuare a trattarlo come secondo, anche al fine di trattare con più organicità lo strumento del bail-in all'interno del SRM nel secondo capitolo del presente lavoro.

³ *Ex multis* Fabbrini S., 2010, *Compound democracies: why the United States and Europe are becoming similar*. Oxford University Press, Oxford. La dizione di «sistema di governance» o in chiave più generale di «assetti di governance» è in questo contesto da preferire a «forma di governo», in quanto quest'ultima presuppone un potere sovrano o in termini tradizionali una «*potestas superiorem non recognoscens*» (Cfr. Bobbio N., 1976, *La teoria delle Forme di Governo nella storia del pensiero politico*, Giappichelli, Torino). Con riferimento al versante dell'esercizio della funzione legislativa, si veda in particolare Lupo N. et Manzella A., a cura di, 2014, *Il sistema parlamentare euro-nazionale*, Giappichelli, Torino.

⁴ Per un'acuta ricostruzione del sistema delle fonti nel diritto bancario e degli intermediari finanziari, cfr. Capriglione F., 2015, *Le Fonti Normative*, in Capriglione F., a cura di, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, Cedam, Padova.

⁵ Cfr. Regolamento UE n. 1024/2013, 15 ottobre 2013; Regolamento quadro sul SSM BCE/2014/468.

⁶ L'EDIS nel momento in cui si scrive non ha ancora raggiunto l'approvazione in un atto legislativo dell'Unione Europea. Ci si deve quindi ricondurre alla proposta avanzata dalla Commissione e recata dall'atto COM(2015)586, per come eventualmente integrata dagli aggiornamenti contenuti nel documento 14841/2016 (Consiglio dell'Unione Europea, ECOFIN, Presidency progress report on measures for strengthening the banking union, November 2016). Per i DGS nazionali il riferimento è invece alla Direttiva 2014/49/UE. Vd. note I.2.b.

Resolution Mechanism o a maggior ragione al solo strumento del *bail-in*, rischierebbe di perdere di vista il complesso di rimandi e di mutua interdipendenza, che fa sì che i tre pilastri reggano lo stesso tetto della stabilità finanziaria.

Una seconda avvertenza è quella per cui chi voglia accostarsi al diritto europeo in genere, ma in maniera ancora più forte per quanto attiene alle questioni economiche e finanziarie, deve abituarsi ad avere a che fare con un sistema a «cerchi concentrici»⁷, dove vi è un diritto di armonizzazione minima che si estende indistintamente a tutta l'Unione Europea ed un circuito più ristretto di disposizioni, il quale si applica ai soli Paesi partecipanti. Nondimeno il cerchio più piccolo - ed è questo il caso dei Paesi coinvolti nell'Unione Bancaria - è un sottoinsieme di quello più ampio tracciato dall'armonizzazione minima, le cui norme faranno quindi da sfondo alle previsioni più puntuali per questi ultimi. Così il Regolamento istitutivo del Meccanismo Unico di Risoluzione⁸ - il cerchio minore - si inserisce entro uno strumentario più generale, che ricomprende anche il *bail-in*. Tale strumentario è quello contemplato nella *Bank Recovery and Resolution Directive* (BRRD)⁹, la quale si applica a tutti i Paesi dell'Unione, pur con le diverse sensibilità delle discipline nazionali di attuazione¹⁰.

Avere chiare le coordinate giuridiche non può tuttavia essere considerato un punto di arrivo, quanto un punto di partenza. Nel passaggio dalla norma al fenomeno intervengono - almeno - altri due momenti rilevanti, ovvero la concreta implementazione¹¹ delle previsioni a monte e la reazione da parte degli operatori

⁷ L'espressione è di Mancini M., 2016, *La Banking Union: il riparto delle funzioni di regolazione e di vigilanza*, in «Regole e Mercato - Atti del Convegno Conclusivo del Progetto PRIN 2010-2011, Siena, 7-9 aprile 2016, p. 13: «Il risultato è una marcata accentuazione della divaricazione fra il diritto dell'Eurozona e il restante diritto europeo e la realizzazione di un quadro normativo composito e sempre più a geometria variabile, al punto che l'architettura del nuovo sistema europeo di controlli sul settore bancario, allo stato, può ben essere descritto facendo ricorso all'immagine di due cerchi concentrici, sul più esterno dei quali andrebbero collocate le novità normative applicabili in tutti gli Stati dell'Unione Europea, mentre il cerchio più interno sarebbe destinato a ospitare la disciplina "speciale", applicabile solo negli Stati dell'Eurozona e in quelli che - per loro libera scelta - vorranno assoggettarvisi».

⁸ Regolamento UE n. 806/2014.

⁹ Direttiva 59/2014/UE.

¹⁰ In Italia i DD. Lgss. 16 Novembre 2015, nn. 180 e 181

¹¹ Cfr. *infra* Cap. III.

privati. Torneremo con maggiore dovizia su tali questioni; nondimeno può essere utile proporre talune suggestioni, che fin dal principio possono guidare in una lettura più accorta della normativa vigente. Sul primo versante va rimarcato che «vi può essere [...] un generale accordo sulle finalità¹² [...], che non si traduce necessariamente in un accordo sui modi, e dunque sui mezzi più adatti a conseguire gli obiettivi generali»¹³. In particolare si dovrà tenere conto del fatto che gli organismi chiamati a dare concreta attuazione alle previsioni nell'ambito delle nuove regole sulla risoluzione, sono in buona misura gli stessi coinvolti, ciascuno secondo la rispettiva competenza, nella fase preliminare del *notice-and-comment*, nell'ordinario processo di codecisione per gli atti legislativi europei o nella stesura del diritto interno. Non è pertanto da escludere - si tratta anzi di una tendenza che verrà documentata - che sia nella fase di elaborazione del diritto interno che in quella di effettiva applicazione delle regole, si tenti di recuperare terreno sulle posizioni perse nell'ambito dei negoziati a livello europeo.

Dalla norma al fenomeno empirico si passa inoltre attraverso le reazioni degli operatori, i quali spesso non sono nemmeno contemplati fra i destinatari diretti di una determinata norma, ma che attraverso il loro concreto agire possono determinarne l'efficacia o il parziale insuccesso. La categoria dei destinatari indiretti è in realtà un novero di soggetti non facilmente predeterminabile e dai contorni aperti¹⁴, tuttavia tanto nella formulazione, quanto in sede di prima applicazione può essere opportuno tenerne conto, rispettivamente per delineare l'impatto atteso delle innovazioni normative e per correggerne il tiro una volta in vigore.

¹² Nel nostro contesto gli obiettivi del bail-in sono ricostruiti attraverso la letteratura sul tema al paragrafo II.1.

¹³ La Spina A. et Espa E., 2011, *Analisi e Valutazione delle Politiche Pubbliche*, Il Mulino, Bologna, p. 65.

¹⁴ In particolare «la cerchia dei destinatari indiretti (ivi incluse le autorità pubbliche) potrebbe essere estesa praticamente all'infinito, poiché ciascuna azione provoca conseguenze che raramente sono semplici e definitive, ma si attecchiscono piuttosto come catene di effetti, che si estendono nel tempo, nello spazio, tra categorie sociali anche a distanze [...] elevate rispetto al punto dell'impatto diretto» La Spina A. et Espa E., 2011, *Analisi e Valutazione delle Politiche Pubbliche*, op. cit., p. 195.

I.1. INTORNO AL MECCANISMO UNICO DI VIGILANZA

I.1.a. Dal SEVIF al *Single Supervisory Mechanism*: la natura accidentale delle attribuzioni della BCE

L'intero percorso di edificazione dell'Unione Bancaria - come già abbiamo avuto modo di accennare metaforicamente nell'Introduzione - può essere ascritto all'interno di un tentativo di risposta alle intemperie imperversate sui mercati finanziari, al fine di garantire una condizione di maggiore stabilità finanziaria.

Non bisogna tuttavia commettere l'errore di ritenere che la gestazione dei tre pilastri - e di quello di vigilanza in particolare - sia il frutto di un disegno preciso, unitario e delineato da principio in ogni sua fase. A questo proposito - rileva Andrea Pisaneschi - «le grandi riforme della regolazione che derivano da crisi economiche presentano spesso percorsi tortuosi, perché condizionati dall'emergenza e dagli interessi in gioco»¹⁵.

L'argomento, ben corroborato dall'esperienza in via generale, appare a maggior ragione valido per i cambiamenti avvenuti all'interno dell'Unione Europea - e dell'Eurozona in particolare - negli anni recenti, in un clima peraltro meno disteso di quello che aveva condotto alla nascita dell'Unione Economica e Monetaria¹⁶.

Se dunque vogliamo avvalorare l'idea che una riforma istituzionale di portata tale come l'accentramento delle

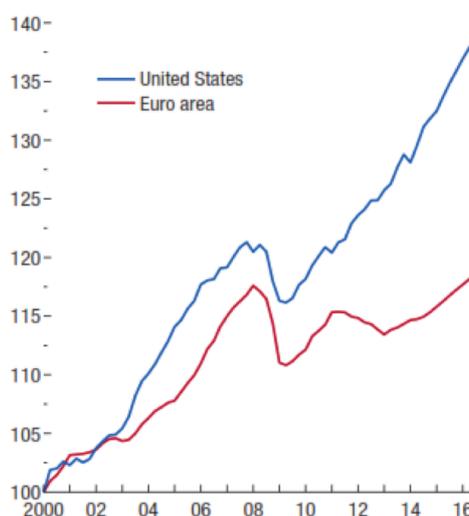


Figura 1: Confronto PIL Reale USA ed Eurozona (Indice, 2000:Q1=100)

Fonte: IMF, World Economic Outlook, Ottobre 2015

¹⁵ Pisaneschi A., 2014, *Banca Centrale Europea, vigilanza bancaria e sovranità degli Stati*, articolo apparso su «federalismi.it».

¹⁶ Nota Salvatore Rossi che «A differenza dell'Unione Monetaria, essa non è nata in un clima positivo, festoso, come quello del nuovo slancio europeista a cavallo fra i decenni Ottanta e Novanta del secolo scorso. È nata invece come la risposta affannosa a uno stato di gravissima crisi, che minacciava le fondamenta stesse della costruzione europea, all'inizio di questo decennio». Rossi S., 2016, *L'Unione Bancaria all'interno del processo di integrazione europea*, Intervento del Direttore Generale di Banca d'Italia, CUOA Business School, Altavilla Vicentina, 7 aprile 2016.

funzioni di vigilanza in capo alla BCE sia da interpretare come un tentativo di risposta alla crisi, occorre allora intendersi su quale crisi stiamo considerando.

All'interno dell'Eurozona, differentemente da quanto avvenuto altrove, possono essere ravvisati due distinti momenti: il primo, corrispondente alla crisi sui mercati finanziari scatenata dallo scoppio della bolla immobiliare, ma oltre a questo anche un secondo, tipico soltanto dell'Eurozona, che corrisponde alla cosiddetta «crisi del debito sovrano». Come si può evincere dal grafico riportato a fianco, le flessioni sul Prodotto Interno Lordo reale differiscono fra Stati Uniti ed Area dell'Euro: nel primo caso si registra un picco negativo fra il 2008 e il 2009, nel secondo i picchi negativi sono due, uno corrispondente a quello registrato anche negli Stati Uniti ed un altro invece conseguente ad un'inversione di tendenza - certamente meno brusca ma non per questo irrilevante - cominciata nel 2010. La particolarità registrata nel caso europeo consiste in buona sostanza alla crisi del debito sovrano¹⁷ sopra menzionata.

La diversità fra i due distinti momenti recessivi, ha comportato, sebbene nel giro di pochi anni, anche necessità disomogenee a cui rispondere con diversi strumenti¹⁸. Procediamo dunque con ordine, restringendo la nostra attenzione al solo settore bancario¹⁹.

¹⁷ Ex multis Reinhart C.M. et Rogoff K.S., 2011, *From financial crash to debt crisis*, articolo apparso su «The American Economic Review», n.5/101, pp. 1676-1706; Napolitano G., 2012, *La crisi del debito sovrano e il rafforzamento della governance economica europea*, in Id., a cura di, *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, il Mulino, Bologna; Lane P.R., 2012, *The European sovereign debt crisis*, articolo apparso su «The Journal of Economic Perspectives», n. 3/26, pp. 49-67.

¹⁸ Sul punto può essere utile la lettura di Dewatripont M., 2014, *European banking: Bailout, bail-in and state aid control*, articolo apparso su «International Journal of Industrial Organization», Vol. 34, pp. 37 - 43, in particolare p. 40: «In fact, we have witnessed two different crises since 2008: first the 'subprime-Lehman' (trading book) crisis, which mainly affected Northern Europe; and then the Euro area (and Spanish housing) crisis, which mainly affects Southern Europe. The first crisis was broadly dealt with «US-style», even if somewhat more gradually. For example, the EBA-led stress tests and recapitalization exercise have indeed been less ambitious than TARP and doubts still exist concerning the level of capital of banks in the «Euro core». As for Southern Europe, there is the additional problem of negative GDP growth and the extent to which it hurts bank capital. For all these reasons, it has been decided that the newly created Banking Union – a project meant to strengthen banking supervision and break the fragmentation of the European banking market – will start with a Balance Sheet Assessment».

¹⁹ Ci soffermiamo in questa sede sul solo versante bancario e finanziario. Il lettore voglia in ogni caso tenere conto che sullo sfondo di queste vicende un certo sviluppo ha trovato il tema del coordinamento fra le politiche fiscali, soprattutto per i Paesi dell'Eurozona. Si richiamano qui di passaggio il Six Pack, composto da 1) Regolamento UE 1173/2011 su sanzioni e ammende; 2) Regolamento n. 1174/2011, ancora su ammende; 3) Regolamento n. 1175/2011 di modifica del regolamento CE n 1466/97 ; 4) Regolamento n. 1176/2011 su meccanismo di allerta e quadro di valutazione; 5) Regolamento n. 1177/2011, di modifica del regolamento CE n 1467/97; 6)

A seguito della prima crisi del biennio del 2007-2008 a finire sul banco degli imputati fu il modello di vigilanza nazionale armonizzata²⁰, progressivamente introdotto a mezzo del diritto comunitario derivato come naturale corollario del principio dell'Home Country Control²¹.

«Tale modello, utilizzato per avviare il processo di integrazione finanziaria fra gli Stati nazionali e per aprire alla libera circolazione e alla concorrenza il mercato bancario europeo, pur avendo dato buona prova di sé nella fase iniziale, avvicinando sistemi bancari e ordinamenti giuridici molto distanti, ha mostrato nel tempo tutti i suoi limiti. La necessità di un suo superamento si è manifestata appieno mano a mano che la libertà di movimento dei capitali e l'adozione della moneta unica hanno accelerato l'integrazione dei mercati finanziari europei. Ciò ha, infatti, determinato la nascita ovunque di imprese bancarie sovra nazionali, le cui dimensioni travalicavano - e di molto - le effettive possibilità di controllo sia delle singole Autorità nazionali e dei Comitati delle Autorità Europee di Vigilanza sia dei collegi di supervisor degli intermediari *cross-border*, rivelatisi alla prova dei fatti del tutto inadeguati ai loro compiti. In tale contesto, la crisi ha operato da catalizzatore, facendo esplodere tutte le contraddizioni che il processo di integrazione bancaria e finanziaria europea recava in sé ed evidenziando [...] la necessità di promuovere un modello europeo di vigilanza pienamente integrato»²².

La riflessione su questo primo ordine di debolezze evidenziato a partire dal 2007 indicò «due strade teoricamente percorribili per ovviare alle deficienze del modello della vigilanza nazionale armonizzata»²³.

Direttiva UE n. 85/2011 sulle regole di bilancio degli Stati nazionali; il Two Pack, formato da 1) Regolamento UE n. 472/2013 sulla sorveglianza rafforzata agli Stati in difficoltà; 2) Regolamento UE n. 473/2013 sul monitoraggio rafforzato delle politiche di bilancio degli Stati e infine il Trattato sulla stabilità, coordinamento e governance nell'unione economica e monetaria, cd. «Fiscal Compact».

²⁰ L'armonizzazione è da intendersi quale armonizzazione minima apportata in materia di vigilanza dalle due «direttive banche» 77/780/CEE e 89/646/CEE.

²¹ Altrimenti noto come «Principio del Mutuo Riconoscimento», si riferisce alla possibilità per ogni soggetto di insediarsi ed esercitare fuori dal Paese di origine. Tale soggetto ricade sotto la vigilanza delle autorità dello Stato comunitario in cui mantiene la sede legale e l'amministrazione centrale. Il principio fu introdotto dalla Seconda Direttiva Bancaria, 89/646/CEE, attuata in Italia con D.Lgs. 14 dicembre 1992, n. 481. Per ulteriori approfondimenti si suggerisce la lettura di Cassese S., 2012, *La Nuova Costituzione Economica*, Laterza, Roma-Bari.

²² Mancini M., 2013, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, in «Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale», n. 73, Banca d'Italia, pp. 7-8.

²³ Mancini M., 2016, *La Banking Union: il riparto delle funzioni di regolazione e di vigilanza*, in «Regole e Mercato - Atti del Convegno Conclusivo del Progetto PRIN 2010-2011, Siena, 7-9 aprile 2016.

La prima di queste due strade era quella tracciata nel Regno Unito dalla *Turner Review*²⁴, su commissione della *Financial Services Authority* (FSA). In questo caso la soluzione alla poderosa crescita dei gruppi finanziari transnazionali faceva perno sul contrappeso di più incisivi poteri in capo alle autorità di vigilanza nazionali. L'implicita conseguenza di tale soluzione sarebbe stata un forte affievolimento del principio dell'*Home Country Control*, in favore di più penetranti controlli nei Paesi di insediamento. Una strategia di questo tipo, se da un lato poteva vantare tutti i crismi della facilità applicativa²⁵, dall'altro avrebbe tentato di risolvere il problema della stabilità finanziaria, aprendo la via ad una forse ancor più pericolosa competizione al ribasso fra le diverse giurisdizioni. Tale «miopia» deve in ogni caso essere imputata al fatto che la prima ondata di crisi non aveva ancora lasciato avvertire in tutta la sua portata il ruolo dei mercati nel pesare la tenuta dei diversi Paesi, che si sarebbero dovuti - in assenza allora di indicazioni contrarie²⁶ - fare carico di numerosi salvataggi, in caso di shock finanziario idiosincratico, sia nella circostanza che questo fosse dovuto al peggioramento alla competitività per via di una regolazione troppo stringente o a quello opposto in cui una regolazione troppo lasca avesse nuovamente permesso un'eccessiva intermediazione.

Di altro segno era invece la soluzione proposta dal Comitato presieduto da Jacques de Larosière²⁷. In piena coerenza con la teoria del *trilemma finanziario di Shoemaker*²⁸, il Rapporto De Larosière sollecitava l'accentramento di numerose funzioni di regolazione - se non addirittura di vigilanza - accompagnato

²⁴ Cfr. FSA, 2009, *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*, Londra.

²⁵ In sostanza ogni autorità avrebbe potuto tracciare la propria regolazione e applicarla, senza troppi riguardi verso le regole imposte in altri Paesi. La semplicità consiste nella possibilità per ciascuna giurisdizione di inasprire o allentare i requisiti per l'esercizio dell'attività bancaria, in ragione dei tempi e delle difficoltà, senza doversi impegnare in un faticoso negoziato a livello europeo. Cfr. Goldstein, M., 2011, *Integrating Reform of Financial Regulation with Reform of the International Monetary System*. in «Peter G. Peterson Institute for International Economics Working Paper», n. 5/2011, Washington.

²⁶ Queste sarebbero arrivate con la «Comunicazione sul settore bancario» 2013/C, 216/01 da parte della Commissione Europea, che avrebbe precisato la nozione di aiuto di Stato restringendo notevolmente i margini di intervento.

²⁷ De Larosière J., chaired by, *Report*, High Level Group on Financial Supervision in the EU, Bruxelles, 25 Febbraio 2009.

²⁸ Schoemaker D., 2011, *The Financial Trilemma*, articolo apparso su «Economics Letters», n. 1/111, pp. 57-59

dall'imposizione di requisiti patrimoniali comuni per l'esercizio dell'attività creditizia²⁹.

In questa direzione fu costituito il Sistema Europea di Vigilanza Finanziaria (SEVIF)³⁰, composto dal Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (ESRB)³¹, insieme alle tre autorità di regolazione: la *European Banking Authority* (EBA)³² per il settore bancario, l'*European Securities and Markets Authority* (ESMA)³³ per i mercati finanziari e l' *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA)³⁴ per il settore assicurativo.

Per ciò che più strettamente concerne il settore bancario, l'EBA benché dotata di ampi poteri riguardo l'armonizzazione della normativa bancaria, non fu provvista dei poteri di vigilanza, i quali rimanevano a capo delle autorità nazionali³⁵. L'idea era quindi quella di risolvere il vulnus regolativo, che certamente aveva agito come concausa della deflagrazione della prima ondata di crisi, con l'accentramento di vaste aree di competenza sulla regolazione di vigilanza, sorretta per la prima volta da un preciso mandato conferito al Comitato Europeo per il Rischio Sistemico in termini di vigilanza macro-prudenziale.

La questione della stabilità finanziaria sembrava quindi aver trovato una sua sistemazione; senonché intervenne la seconda ondata di crisi a rimescolare le carte in tavola. I ripensamenti avvennero secondo due direttrici principali.

La prima è quella del circolo vizioso fra debito sovrano e settore bancario. All'indomani della diffusione nell'autunno del 2009 della reale entità del debito

²⁹ Tali requisiti, sulla scia di Basilea III, avrebbero trovato una propria sistemazione nel pacchetto CRD IV, composto dalla Direttiva 2013/36/UE e dal Regolamento 2013/575/UE.

³⁰ Si preferisce in questo caso l'acronimo italiano, perché quello inglese EFSF potrebbe dare adito a confusioni con lo European Financial Stability Fund.

³¹ Istituito con Regolamento UE n. 1092/2010

³² Istituita con Regolamento Ue n. 1093/2010

³³ Istituita con Regolamento Ue n. 1095/2010

³⁴ Istituita con Regolamento Ue n. 1094/2010

³⁵ Sul punto Cfr. Pisaneschi A., 2014, *Banca Centrale Europea, vigilanza bancaria e sovranità degli Stati*, articolo apparso su «federalismi.it»; «Non vi era ancora l'idea di trasferire la vigilanza bancaria a livello sovranazionale, e non vi era affatto l'idea che questa avrebbe dovuto essere incardinata nella BCE. Fu invece costituita, con regolamento 1093 del 2010, l'EBA, con funzioni di armonizzazione della normativa prudenziale in materia creditizia e secondo i principi della relazione De Larosière».

greco «i mercati e gli investitori internazionali capirono subito che l'eventualità di una rottura politica dell'euro non era più da escludere e iniziarono a "prezzarla"³⁶ nelle quotazioni di titoli pubblici che un domani potevano ritrovarsi espressi in una rinata moneta nazionale molto svalutata»³⁷. Poiché i tassi di interesse sui titoli di stato dei Paesi periferici dell'Eurozona salivano - segno che i mercati richiedevano più alti premi per il rischio - si resero necessari ingenti salvataggi pubblici (*bail-out*) a carico della fiscalità generale, nei confronti di quelle banche che detenevano all'attivo titoli ampiamente svalutati. Tale fenomeno contribuì a maturare la percezione che la vigilanza - ma lo stesso si potrebbe dire per la risoluzione delle crisi bancarie - non fosse più un problema meramente nazionale. Tale evidenza probabilmente non sarebbe tuttavia da sola bastata a determinare uno spostamento significativo della competenza di vigilanza in capo alla BCE, se ad essa non si fosse affiancata una seconda ragione. Sulla scorta delle disposizioni contenute nel Regolamento UE n. 1093/2010³⁸, quando l'EBA cominciò ad effettuare i propri stress test, incluse fra le componenti patrimoniali anche le eventuali minus-valenze che le banche avrebbero realizzato dalla vendita dei titoli di Stato in portafoglio. La scelta metodologica rifletteva un'assunzione circa la possibilità di alcuni Stati di far fronte al servizio del debito di segno esattamente contrario a quanto la BCE stava cercando di dimostrare, attraverso l'acquisto di titoli di Stato sul mercato secondario. Tale corto circuito fra opposte tendenze produsse «un ripensamento sull'opportunità di tenere separata vigilanza bancaria e politica monetaria»³⁹.

L'esigenza di raccordare la vigilanza all'andamento della politica monetaria avrebbe quindi trovato una sua sistemazione all'interno del regolamento istitutivo del SSM⁴⁰, seppur contemperata da una divisione organizzativa fra il Consiglio di

³⁶ In argomento vd. anche Beirne J. et Fratzscher M., 2013, *The pricing of sovereign risk and contagion during the European sovereign debt crisis*, articolo apparso su «Journal of International Money and Finance», n. 34, pp. 60-82.

³⁷ Rossi S., 2016, *L'Unione Bancaria all'interno del processo di integrazione europea*, op. cit., p. 3

³⁸ Cfr. considerando n. 43; Art. 2, p.3, lett. b) e c); Art. 22, p. 2, Art. 23, p. 1

³⁹ Pisaneschi A., 2014, *Banca Centrale Europea, vigilanza bancaria e sovranità degli Stati*, op. cit., p.4

⁴⁰ Cfr. Considerando n. 13, Regolamento UE n. 1024/2013 «In quanto banca centrale della zona euro, dotata di ampie competenze in materia macroeconomica e di stabilità finanziaria, la BCE è l'istituzione adatta ad assolvere compiti di vigilanza chiaramente definiti nell'ottica di tutelare la stabilità del sistema finanziario dell'Unione».

Vigilanza e il Consiglio Direttivo della Banca Centrale⁴¹. La separazione fra le due funzioni peraltro è motivata anche dalla diversa gerarchia dei due mandati della politica monetaria e della vigilanza⁴². Il primo è infatti contemplato nei Trattati⁴³, mentre il secondo scaturisce appunto dal Regolamento istitutivo del SSM, che rientra nel diritto derivato.

Inoltre l'attribuzione di funzioni di vigilanza all'EBA sarebbe stata difficilmente conciliabile con la cd. «*Meroni Doctrine*»⁴⁴ elaborata dalla Corte di Giustizia⁴⁵ delle allora Comunità Europee, la quale prescrive che non possano essere attribuiti alle agenzie poteri concernenti gradi rimarcabili di discrezionalità, quand'anche tale discrezionalità sia puramente tecnica⁴⁶. La BCE dal canto suo, in quanto istituzione

⁴¹ Art. 25 Reg. 2013/1024/UE. Resta in ogni caso in capo al Consiglio il meccanismo cosiddetto di «non-opposizione» ai sensi dell'Art. 26.

⁴² Cfr. Clarich M., *I Poteri di Vigilanza della Banca Centrale Europea*, atti del convegno «L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni», Modena, 26 ottobre 2012.

⁴³ Specificamente all'Art. 127 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea e più diffusamente all'interno dello Statuto BCE, che in quanto protocollo allegato ha la medesima forza giuridica del Trattato.

⁴⁴ L'argomento vale anche nel caso dei poteri di risoluzioni all'interno del SRM. Sul punto si veda Zavvos G.S. et Kaltsouni S., 2015, *The Single Resolution Mechanism in the European Banking Union: Legal Foundation, Governance Structure and Financing*, capitolo in Matthias Haentjens & Bob Wessels, a cura di, *Research Handbook on Crisis Management in the Banking Sector*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham, UK.

⁴⁵ Causa 9/1956 *Meroni Vs. Alta Autorità*. Nel dirimere la questione concernente la delega di poteri a due agenzie per l'amministrazione degli accordi finanziari in materia di trattamento degli scarti ferrosi, la Corte ha stabilito i seguenti principi:

- i. Non è in facoltà dell'autorità delegante demandare ad altri poteri che eccedano dalle attribuzioni proprie a norma del Trattato [oggi dei Trattati];
- ii. L'agenzia delegata deve esercitare i propri poteri alla stregua delle modalità a cui sarebbe stato sottoposto il delegante;
- iii. La delega deve essere chiaramente circoscritta in un provvedimento di delegazione;
- iv. I poteri delegati non devono comportare margini di discrezionalità;
- v. Il conferimento deve essere limitato a poteri esecutivi chiaramente definiti, l'uso dei quali deve interamente essere soggetto alla supervisione dell'autorità delegante.

⁴⁶ Cfr. Wymeersch E., 2014, *The Single Supervisory Mechanism or SSM: part one of the Banking Union*, Banca nazionale del Belgio, Working Paper n. 255, Bruxelles: «The alternative, i.e. to put the European Banking Authority in charge of actual supervision was politically and legally objectionable: prudential supervision on Euro area banks could only be exercised by an Euro area supervisory body; more specifically on the basis of the Meroni doctrine, it was considered that supervisory tasks and responsibilities could be delegated to an agency under the prevailing reading of European Law. As a consequence no proper supervisory powers were entrusted to the EBA other than the coordination of existing national supervisory action».

contemplata dai Trattati, da un lato disponeva - come evidenziato dalla dottrina⁴⁷ - di base giuridica idonea all'esercizio di compiti di vigilanza⁴⁸, senza che si rendesse necessaria la procedura di convenzione per la revisione dei Trattati stessi, dall'altro meglio si confaceva ad essere agganciata ai meccanismi di responsabilità politica.

Proprio sul piano dell'*accountability* e dei meccanismi di raccordo fra autorità indipendenti e circuito politico rappresentativo, gli Stati Membri si sono resi disponibili ad avallare un accentramento di una parte consistente della funzione di vigilanza, soltanto attraverso la moneta di scambio di maggiori garanzie in mano ai parlamenti nazionali, derogatorie in senso ampliativo rispetto al modello generale⁴⁹ previsto per la BCE con riferimento al suo mandato costitutivo. A norma dell'Art. 284 p. 3 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea⁵⁰, la Banca Centrale è tenuta a dar conto del proprio operato attraverso due canali. Il primo è costituito dalle relazioni annuali che essa deve inviare al Parlamento Europeo, al Consiglio alla Commissione e al Consiglio Europeo; il secondo nella facoltà - per tramite del Presidente o di un altro membro del Comitato Esecutivo - di essere

⁴⁷ Ex multis Véron N., 2012, *Europe's Single Supervisory Mechanism and the long journey towards banking union*, Bruegel Institute, Working Paper n. 16/2012, Bruxelles; Mancini M., 2016, *La Banking Union: il riparto delle funzioni di regolazione e di vigilanza*, op. cit., pp. 6 - 8.

⁴⁸ In particolare la base è stata identificata nel p. 6 dell'Art. 127 TFUE, che così recita: «Il Consiglio deliberando all'unanimità mediante regolamenti secondo una procedura legislativa speciale, previa consultazione del Parlamento europeo e della Banca centrale europea, può affidare alla Banca centrale europea compiti specifici in merito alle *politiche che riguardano la vigilanza prudenziale* degli enti creditizi e delle altre istituzioni finanziarie, escluse le imprese di assicurazione» (corsivo aggiunto). Tale base fu peraltro immediatamente individuata dalla Commissione stessa nella proposta formulata il 12 settembre 2012 e contenuta nella COM(2012)511, (vd. anche AA.VV. *Commission proposes a package for banking supervision in the Eurozone – frequently asked questions*, Commissione Europea, Press Release, 12 settembre 2012, Bruxelles-Strasburgo).

⁴⁹ Per un approfondimento vd. AA.VV., 2010, *Le relazioni della BCE con le istituzioni e gli organi dell'Unione Europea: evoluzione e prospettive*, BCE, «Bollettino Mensile», Gennaio, pp. 75-87;

⁵⁰ Art. 284, p. 3 TFUE: «La Banca centrale europea trasmette al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione nonché al Consiglio europeo, una relazione annuale sull'attività del SEBC e sulla politica monetaria dell'anno precedente e dell'anno in corso. Il presidente della Banca centrale europea presenta tale relazione al Consiglio e al Parlamento europeo, che può procedere su questa base ad un dibattito generale.

Il presidente della Banca centrale europea e gli altri membri del comitato esecutivo possono, a richiesta del Parlamento europeo o di propria iniziativa, essere ascoltati dalle commissioni competenti del Parlamento europeo».

La disposizione è peraltro parzialmente riprodotta all'Art. 15 dello Statuto BCE, rubricato «Obblighi di rendiconto».

audita all'interno delle commissioni parlamentari, sia di propria iniziativa che dietro invito. Nel delineare attraverso il regolamento sul SSM le forme di *accountability* della BCE nella sua veste del Consiglio di Vigilanza, il modello descritto viene variato ed aggravato secondo molteplici direttrici. Viene variato laddove, per ovvie ragioni legate al campo di applicazione del regolamento ai soli Paesi che adottano l'Euro⁵¹, la relazione al Consiglio Europeo è sostituita dalla relazione all'Eurogruppo. L'aggravamento si misura invece sotto il profilo dell'estensione all'Eurogruppo degli strumenti conoscitivi e della loro qualificazione nei modelli di audizione, interrogazione e colloquio a porte chiuse⁵², non più attivabili su iniziativa della BCE stessa, ma intesi in un'accezione più marcata di sindacato ispettivo⁵³. La novità più rilevante risiede tuttavia nel coinvolgimento diretto degli stessi Parlamenti nazionali, i quali ricevono la relazione al pari delle istituzioni europee sopra menzionate, sulla quale possono muovere osservazioni; sono altresì dotati di poteri conoscitivi, nelle forme dell'interrogazione e dello scambio di opinioni⁵⁴. Tale previsione, che da un lato riflette il ruolo che i Parlamenti nazionali rivestono nei confronti delle autorità domestiche⁵⁵, può altresì essere considerata un sintomo riemerso nell'approvazione finale del Regolamento, delle non facilmente superate resistenze opposte durante l'iter di formazione del regolamento medesimo.

Tutti gli elementi sopra addotti ci mostrano come la struttura stessa del SSM, primo pilastro concretamente venuto a formarsi dell'Unione Bancaria, più che il frutto di un disegno lungamente premeditato, appare piuttosto come la risposta - certamente tempestiva e in ogni caso ben motivata - alle istanze emerse durante le fasi più acute delle crisi europee. Più che di una logica emergenziale può essere

⁵¹ O che ai sensi dell'Art. 7 Reg. 2013/1024/UE optino per una «cooperazione stretta» in materia di vigilanza.

⁵² Cfr. Art. 20, pp. 2 - 6 Reg 2013/1024/UE.

⁵³ Per una trattazione organica dei poteri conoscitivi e dei poteri di sindacato ispettivo, normalmente spettanti ai parlamenti nazionali, si rimanda a Giannitti L. et Lupo N., *Corso di Diritto Parlamentare*, Il Mulino, Bologna, 2013.

⁵⁴ Cfr. Art. 21 Reg 2013/1024/UE.

⁵⁵ Come peraltro rimarcato dalla clausola contenuta al p. 6 dell' Art. 21 Reg 2013/1024/UE: «Il presente regolamento fa salva la responsabilità delle autorità nazionali competenti nei confronti dei parlamenti nazionali conformemente al diritto nazionale per l'assolvimento di compiti che non sono attribuiti alla BCE dal presente regolamento e per lo svolgimento di attività da esse eseguite conformemente all'articolo 6».

pertanto opportuno parlare di una natura accidentale delle attribuzioni della BCE, nella misura in cui essa si è trovata nella posizione di essere l'unico organismo capace per la propria posizione privilegiata nell'ordinamento comunitario e per l'elevata competenza tecnica⁵⁶ di ricevere un mandato di così ampia portata.

Se dunque questo è stato il percorso tortuoso che ha condotto al conferimento dei poteri di vigilanza in capo alla BCE, vediamo brevemente in che modo questi poteri prendono forma.

I.1.b. la BCE nell'architettura del *Single Supervisory Mechanism*

La creazione del *Single Supervisory Mechanism* non ha condotto alla formazione di un nuovo organismo all'interno del diritto dell'Unione. Si tratta di un meccanismo appunto, che in quanto tale non è dotato di personalità giuridica autonoma, ma solamente di operatività distinta del Consiglio di Vigilanza rispetto all'organico della Banca Centrale⁵⁷.

L'estensione dei poteri di vigilanza da parte della BCE è parametrata a due distinti criteri: l'uno per soggetti e l'altro per funzioni. Questi due criteri non sono tuttavia scollegati, dal momento che i compiti da perseguire e i poteri attivabili sono distinti in funzione dell'ente creditizio preso in considerazione.

Il primo criterio - quello per soggetti - prevede che ricadano sotto la vigilanza diretta da parte della BCE tutti quegli istituti ritenuti significativi. La significatività dal canto suo può essere certamente apprezzata qualitativamente, ma soltanto entro i margini piuttosto precisi fissati dal regolamento istitutivo del SSM, il quale esplicitamente menziona i seguenti requisiti: dimensioni, importanza per l'economia dell'Unione o di qualsiasi Stato membro partecipante, significatività delle attività transfrontaliere⁵⁸. Lo stesso articolo procede poi a quantificare tali requisiti in molteplici presupposti, che permettono, ciascuno singolarmente, di

⁵⁶ Sul punto cfr. Wymeersch E., 2014, *The Single Supervisory Mechanism or SSM: part one of the Banking Union*, Banca nazionale del Belgio, Working Paper n. 255, Bruxelles: «Moreover it was obviously preferable to rely on the strong reputation of the ECB rather than on the creation of a new body, a process that would have been time and energy consuming, triggering numerous rivalries and appetites, and might have had a negative impact on the financial markets».

⁵⁷ come espressamente previsto dal p.2 c. 2 dell'Art. 25 del Regolamento, eccezion fatta per il Vicepresidente del Consiglio di Vigilanza, che ai sensi del p.3, Art. 26 è scelto fra i membri del Comitato Esecutivo.

⁵⁸ Art. 6, p. 4, Reg. 2013/1024/UE. Sulle competenze della BCE all'interno del SSM di recente si è soffermato Ibrido R., 2017, *L'Unione Bancaria Europea - Profili Costituzionali*, Giappichelli, Torino.

qualificare un ente come significativo. Ricadranno dunque sotto la vigilanza diretta da parte della BCE quegli enti che presentino almeno una delle seguenti caratteristiche:

1. Il valore delle attività dell'ente supera i 30 miliardi di Euro;
2. Il valore delle attività è compreso fra i 5 miliardi e i 30 miliardi di Euro, ma è maggiore o uguale al 20% del PIL dello Stato membro partecipante dove insedia la propria attività;
3. L'ente è fra i primi tre per volume di bilancio all'interno dello Stato membro partecipante;
4. L'ente ha ricevuto prestiti dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria (EFSF) o ne riceverà dal Meccanismo Europeo di Stabilità (ESM);
5. L'ente ha stabilito filiazioni in più Stati partecipanti e una parte considerevole delle sue attività o delle sue passività sono transfrontaliere⁵⁹.
6. L'ente è stato segnalato dall'Autorità Nazionale come significativo⁶⁰;

Si noti come mentre le prime cinque caratteristiche siano univocamente accertabili, la sesta permetta una valutazione su base parzialmente discrezionale. Tale clausola d'apertura può in ogni caso essere giudicata positivamente, nella misura in cui potrebbe rendersi necessario assoggettare alla vigilanza della BCE altri enti per motivi sopravvenuti e diversi da quelli supposti nel 2013. In particolare la segnalazione da parte dell'autorità nazionale, in un clima di collaborazione fra le autorità di vigilanza, può divenire un provvidenziale strumento di flessibilità, soprattutto per quei Paesi di dimensioni più modeste,

⁵⁹ L'accertamento di tale requisito è rimesso alla BCE, che si attiva di propria iniziativa. La soglia di significatività per le attività (passività) transfrontaliere è fissata nella misura del 20% delle attività (passività) totali. Si noti come in questo caso emerge il legame del requisito stesso con la ratio dell'istituzione del SSM. Abbiamo infatti evidenziato come fra le ragioni che hanno condotto al SEVIF prima e all'attribuzione dei poteri di vigilanza alla BCE poi, vi fosse proprio il limite della vigilanza condotta sulla base di regole diverse fra Paesi. Pur in un quadro entro cui un certo grado di armonizzazione dovrebbe essere assicurato dall'EBA, può risultare utile per un ente che costitutivamente operi su più Paesi rimettere la vigilanza alla BCE. In proposito cfr. Lackhoff K., 2014, *How will the Single Supervisory Mechanism (SSM) function?*, in «Journal of International Banking Law and Regulation», n. 29/2014; Gortsos C.V., 2015, *The Single Supervisory Mechanism (SSM)*, Nomiki Bibliothiki, Atene.

⁶⁰ In questo caso «la BCE decide di confermare tale significatività sulla scorta di una sua valutazione approfondita, compreso lo stato patrimoniale, dell'ente creditizio in questione». Art. 6, p. 4, Reg. 1024/2013/UE.

dove il personale della banca centrale potrebbe ravvisare difficoltà a vigilare alcuni enti sul proprio territorio e preferisca quindi deferire il compito alla BCE. La Banca Centrale Europea dal canto suo periodicamente verifica che i soggetti da essa vigilati siano ancora significativi, sebbene sussista un'asimmetria fra l'inclusione e l'esclusione di un ente nel novero degli enti sottoposti alla sua vigilanza diretta. È sufficiente - come dianzi accennato - che uno solo dei requisiti dianzi esposti sia rilevato in un anno qualsiasi, perché un soggetto acceda alla vigilanza diretta da parte della BCE. L'estromissione dalla lista soggiace invece ad un «meccanismo di moderazione»⁶¹, in base al quale il criterio di interesse deve essere infranto per tre anni consecutivi. La *ratio* è da individuarsi evidentemente in quei casi in cui i parametri oscillino attorno al criterio considerato (per esempio un ente potrebbe usualmente avere all'attivo più di trenta miliardi ma trovarsi un anno al di sotto di tale soglia, oppure ancora il rapporto delle attività o passività transfrontaliere sul totale potrebbe aggirarsi in un intorno del 20%). La possibilità per un istituto bancario di ricadere di anno in anno sotto la vigilanza o della BCE o dell'autorità nazionale finirebbe per creare un'incertezza tale - oltre ovviamente ai costi procedurali - da rendere preferibile il meccanismo di moderazione.

Per contro «in qualsiasi momento, di propria iniziativa e previa consultazione con le ANC [Autorità Nazionali Competenti], la BCE può anche decidere di esercitare una vigilanza diretta su enti meno significativi ove ciò si riveli necessario per assicurare un'applicazione coerente di standard di vigilanza elevati»⁶².

Sulla base di questi parametri ricadono sotto la vigilanza diretta della BCE circa 120 gruppi, che rappresentano approssimativamente 1200 enti creditizi, i quali coprono tuttavia l'85% del mercato. In capo alle autorità nazionali permane la responsabilità di vigilare su circa 3700 soggetti. Non si deve tuttavia essere indotti a credere che tali autorità siano state relegate ai margini del Meccanismo Unico di Vigilanza, dal momento che per l'esercizio delle proprie funzioni la BCE istituisce dei Gruppi di Vigilanza Congiunti, con personale misto della Banca Centrale Europea e delle Autorità Nazionali. La BCE mantiene tuttavia un ruolo da

⁶¹ AA.VV., 2014, *Guida alla Vigilanza Bancaria*, Banca Centrale Europea, Francoforte, p. 9.

⁶² *ivi*, p. 44.

supervisore del sistema, che si riproietta in particolare sulla dimensione esterna del SSM⁶³.

Come accennavamo sopra, i poteri attribuiti alla BCE oltre a seguire un riparto per soggetti, ne seguono anche uno *ratione materiae*. In tal senso il SSM sembra aver recepito le migliori prassi delle autorità nazionali, che negli ultimi anni in primo luogo sono passati da una vigilanza strutturale ad una prudenziale⁶⁴, ma soprattutto da una vigilanza per settori (bancario, assicurativo, pensionistico) ad una per funzioni, evidentemente più razionale in un contesto in cui i modelli tipologici degli intermediari sono andati incontro a cambiamenti tali, da permettere a gruppi polifunzionali di operare su più mercati.

In parte l'impostazione per finalità è stata recepita all'interno del SSM, dacché mentre il SEVIF è ancora articolato su una matrice settoriale (l'EBA per il mercato bancario, l'ESMA per gli intermediari finanziari e l'EIOPA per il mercato assicurativo e pensionistico), il Regolamento UE n. 1024/2013 pare abbracciare un'impostazione che si configura come maggiormente orientata alle funzioni da esercitare⁶⁵, sebbene temperata dal doppio limite per cui tale approccio vale unicamente con riferimento al settore bancario e per gli enti ritenuti significativi. Entro tali specificazioni tuttavia la Banca Centrale Europea è incaricata di svolgere tutte le funzioni di vigilanza elencate all'art. 4 del Regolamento; similmente le autorità nazionali svolgeranno le stesse funzioni nei confronti degli enti e dei gruppi loro assoggettati, eccezion fatta per alcune materie, delle quali resta

⁶³ Il discorso rileva in particolare per quei gruppi ad operatività transfrontaliera, che esercitano la propria attività in Paesi che non appartengono al SSM. In questo entro i Collegi di Vigilanza istituiti dalla Direttiva CRD IV, la BCE svolgerà le funzioni di autorità *home* nel caso in cui i collegi comprendano autorità di Paesi che non aderiscono al SSM; al contrario la BCE svolgerà le funzioni di autorità *host* per quegli enti che abbiano sede operativa in Paesi al di fuori dell'Unione, per i quali dunque non può applicarsi il principio dell'*Home Country Control*. Sul punto con maggiore precisione vd. Magliari A., *I procedimenti amministrativi di vigilanza bancaria nel quadro del Single Supervisory Mechanism. Il caso dell'applicazione dei diritti nazionali da parte della BCE*, articolo apparso su «Rivista di Diritto Bancario», n. 11/2015.

⁶⁴ In Italia con il d.P.R. n. 350/1985, che recepiva la Direttiva 77/780/CEE, i cui contenuti sono stati poi riversati nell'Art. 15 del D.Lgs. 385/1993, Testo Unico Bancario. In argomento vd. Brescia Morra C. et Morera U., 2006, *L'impresa bancaria. L'organizzazione e il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da Perlingieri P., Napoli, p. 167 ss; Sanasi D'Arpe V., 2008, *La vigilanza nella crisi e nel risanamento dei gruppi bancari*, Napoli, pp.15-16.

⁶⁵ Cfr. Carmassi J. et Di Giorgio G., 2016, *L'impatto del bail-in sulla rete di protezione finanziaria*, in «Analisi Giuridica dell'Economia», n. 2/2016, Dicembre: «Nell'ambito dell'unione bancaria, è interessante notare che per la vigilanza il SSM può essere considerato un'applicazione dell'approccio per finalità (stabilità), ma solo per il settore bancario; per la regolamentazione, invece, le tre ESA seguono ancora un approccio settoriale».

trasversalmente incaricata la BCE. Tali funzioni trasversali consistono essenzialmente nel rilascio o nella revoca dell'autorizzazione per l'esercizio dell'attività, la valutazione della notifica di acquisizione o cessione da parte di un ente di partecipazioni rilevanti nel capitale di ente analogo. Per l'autorizzazione val bene in particolare parlare di «trasversalità» più che di «esclusività», dacché il Regolamento mette in piedi un procedimento peculiare⁶⁶ in cui rilevanti poteri, che eccedono la mera istruttoria, sono affidati anche alle autorità nazionali e in cui peraltro - per espresso richiamo del regolamento - le regole procedurali sono mutate dal diritto nazionale. Per essere semplici il procedimento consta di due fasi. L'ente che voglia esercitare l'attività deve presentare domanda di autorizzazione all'autorità nazionale competente. Questa, una volta che abbia verificato la sussistenza dei presupposti per l'esercizio dell'attività, formula una proposta che passa nelle mani della BCE. D'altro canto l'autorità nazionale in mancanza di detti requisiti si troverebbe nelle condizioni di non poter procedere con la proposta, dovendo notificare - ai sensi dell'Art. 10-*bis* della Legge 241/1990 sul procedimento amministrativo - un preavviso di rigetto. Si può dunque affermare che la fase nazionale integri un subprocedimento che si conclude o con l'adozione di un atto endoprocedimentale nel caso della proposta presentata alla BCE, oppure con l'adozione di un atto vero e proprio - imputabile quindi alla stessa autorità nazionale - nel caso in cui la proposta venga rigettata⁶⁷. Eccezion fatta per questo caso particolare delle autorizzazioni, nelle aree di competenza esclusiva della BCE il ruolo istruttorio delle autorità nazionali, ove previsto, si atteggia in

⁶⁶ Va rilevato in realtà che il Regolamento pare all'Art. 14 dedicato al procedimento di autorizzazione essere in tensione con quanto il medesimo Regolamento esprime agli Artt. 4, primo paragrafo e 6, quarto e sesto paragrafo, dove invece la competenza in materia di autorizzazioni è espressamente delineata quale esclusiva della Banca Centrale Europea.

⁶⁷ Sul punto è concorde la dottrina, come in Mancini M., 2016, *La Banking Union: il riparto delle funzioni di regolazione e di vigilanza*, in «Regole e Mercato - Atti del Convegno Conclusivo del Progetto PRIN 2010-2011, Siena, 7-9 aprile 2016» «Nel primo caso, l'attività delle Autorità nazionali integra un sub procedimento retto dal diritto nazionale, ma inserito in un procedimento comune, e si conclude con un atto endoprocedimentale - il progetto di decisione contenente la proposta di accoglimento - non definitivo e, come tale, non impugnabile, ancorché notificato anche al richiedente. Nella specie, sarà, invece, impugnabile il successivo provvedimento finale assunto dalla BCE, avverso il quale possono essere esperiti sia l'istanza di riesame amministrativo sia il ricorso al giudice europeo.

Nel secondo caso siamo, invece, in presenza di un vero e proprio provvedimento adottato dalle Autorità nazionali che, definendo il sub procedimento governato dal diritto nazionale, inibisce la prosecuzione del procedimento comune ed è, pertanto, impugnabile con i rimedi previsti dal diritto nazionale»

maniera differente. Non residuano infatti margini apprezzabili di discrezionalità, sicché sarebbe più corretto dire che le autorità nazionali agiscano in guisa di agenti rispetto alla BCE⁶⁸. In capo a quest'ultima permane inoltre un compito diremmo «di coordinamento» dell'intero meccanismo, il quale - fatte salve le competenze in materia di regolazione dell'EBA - consiste nell'elaborare le metodologie⁶⁹ secondo le quali la vigilanza debba concretamente prendere forma⁷⁰.

Per vero il doppio criterio di riparto delle funzioni per soggetti e per materia, unito alle numerose forme di possibili «sedi di raccordo» fra BCE ed autorità nazionale, rende in realtà il regime delle rispettive competenze non eccessivamente definito. In particolare proprio dove la BCE sembrerebbe detenere una competenza esclusiva, ecco spuntare fuori il potere da parte delle autorità nazionali di presentare segnalazioni. Per contro ancora più difficile è ravvisare un *domaine réservé* delle autorità nazionali, dal momento che - come abbiamo visto sopra - la BCE potrebbe sempre intervenire, attraverso opportuna intesa, per sostituirsi alle autorità nazionali⁷¹.

Un tale grado di indeterminatezza può trovare specifiche ragioni con riguardo all'implementazione del SSM. In un contesto di transizione verso un modello completamente nuovo di vigilanza seguito a negoziati non facili, in cui non sono mancate resistenze da parte di alcuni Stati membri, lasciare alcuni spazi grigi poteva permettere di risolvere alcuni problemi nei rapporti fra le autorità nazionali e quella europea alla luce della pratica applicativa, oltre che dell'opera di coordinamento della stessa BCE. Da una lettura sistematica del regolamento

⁶⁸ Cfr. Mancini M., 2013, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, in «Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale», n. 73, Banca d'Italia, pp. 23-24 «Le Autorità nazionali che, su sue istruzioni, le prestino un'attività di assistenza, non avente contenuto decisorio e priva di margini di discrezionalità, [devono] essere sostanzialmente equiparate a suoi uffici serventi o "agenti", con la conseguenza che la loro attività debba ritenersi giuridicamente imputabile alla stessa Autorità di vigilanza europea. In altre parole, le Autorità nazionali, quando operano in tale veste, assumerebbero in sostanza la qualità di uffici periferici ausiliari della BCE».

⁶⁹ Cfr. Art. 6, p.7 Reg. UE 1024/2013

⁷⁰ Per approfondimenti vd. Macchia M., 2016, *Modelli di coordinamento della vigilanza bancaria*, in «Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico», IRPA, n. 2/2016.

⁷¹ Reg. UE 1024/2013, Art. 6, p. 5, lett. b).

emerge in ogni caso un impianto dai contorni collaborativi⁷² più che gerarchici, dove l'esperienza raccolta dalle autorità nazionali sul campo possa essere valorizzata nel continuo dialogo con il livello europeo, anche al fine di minimizzare gli oneri a carico dei destinatari.

Sullo sfondo di questa costruzione rimane tuttavia il ruolo dell'Autorità Bancaria Europea, cui avevamo accennato nel paragrafo precedente nel delineare il percorso che in risposta alle crisi europee ha condotto alla formulazione del SEVIF prima e del *Single Resolution Mechanism* successivamente. A corollario di questa rassegna sulla vigilanza nell'Unione bancaria, può quindi essere utile soffermarsi un momento sui rapporti fra le autorità di vigilanza e l'EBA.

I.1.c. L'EBA e il difficile compromesso fra vigilanza e regolazione

La creazione del SSM fra le altre novità ha messo in piedi un rapporto piuttosto inedito fra la funzione di vigilanza e quella di regolazione o - per meglio dire - ha creato una cesura di competenza fra quest'ultima e la prima. Anche «manualisticamente»⁷³ si è soliti intendere la vigilanza nelle sue tre categorie di regolamentare, informativa e ispettiva, cui si aggiungono i poteri sanzionatori⁷⁴. Questi tre tipi di vigilanza consistono rispettivamente di emanare disposizioni a carattere generale⁷⁵, di raccogliere dati, documenti e informazioni⁷⁶, di effettuare

⁷² Cfr. Barbagallo C., 2014, *Il rapporto tra BCE e autorità nazionali nell'esercizio della vigilanza*, in atti del convegno «Unione Bancaria: istituti, poteri e impatti economici», LUISS Guido Carli, Roma, 26 Febbraio 2014: «I poteri di vigilanza informativa e quelli ispettivi potranno essere esercitati tanto dalla BCE quanto dal supervisore nazionale, che dovranno operare in coordinamento tra loro per evitare di imporre oneri ingiustificati sugli intermediari e prevenire inutili duplicazioni. Inoltre, la BCE potrà chiedere formalmente alle autorità nazionali di utilizzare i poteri loro attribuiti da norme esclusivamente domestiche, quando tali poteri sono necessari per l'efficace esercizio dei compiti di vigilanza della stessa BCE».

⁷³ Sul punto vd. Capriglione F., a cura di, 2015, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, CEDAM, Padova; Costi R., 2012, *L'Ordinamento Bancario*, Il Mulino, Bologna; Brescia Morra C., 2016, *Il Diritto delle Banche*, Il Mulino, Bologna.

⁷⁴ Anche in questo caso secondo un regime particolare all'interno del Single Supervisory Mechanism, che vede coinvolte sia le autorità nazionali che la BCE. Per approfondimenti si rimanda a Clarich M., 2014, *Administrative penalties in the single supervisory mechanism*, in «Banca Impresa Società», n. 2/33, pp. 333-348.

⁷⁵ Si tratta oggi soprattutto di regole prudenziali. In Italia tradizionalmente le Istruzioni di Vigilanza della Banca d'Italia, nel quadro delle deliberazioni del Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio (CICR). Vd. Art. 53 D.Lgs. 385/1993.

⁷⁶ Principalmente attraverso le segnalazioni periodicamente trasmesse dalle banche.

ispezioni presso le banche e richiedere loro l'esibizione della documentazione che si ritenga necessaria.

All'interno del SSM si è optato per qualcosa di diverso rispetto al modello di vigilanza «uno e trino», dal momento che la prima categoria, quella regolamentare, compete per la parte maggiore ad un soggetto diverso da quelli incaricati delle altre due forme di vigilanza. Benché dotata di poteri impensabili fino a qualche anno fa, la BCE - come recita il regolamento istitutivo - «è soggetta alle norme tecniche di regolamentazione e di attuazione vincolanti elaborate dall'EBA»⁷⁷. Dunque le tre categorie di vigilanza prendono strade diverse: la regolazione rimane in buona sostanza all'EBA, mentre i poteri ispettivi e informativi sono affidati alle autorità coinvolte nel SSM. Tale schema è stato da alcuni considerato atipico⁷⁸, dal momento che può apparire inusuale il fatto che ad un'autorità indipendente sia sottratta la competenza normativa (secondaria) sulla base della quale è chiamata ad esercitare il proprio mandato.

Per la verità un piccolo spazio di potestà regolamentare permane in capo alla BCE. Si tratta in realtà della competenza ad adottare regolamenti organizzativi per lo svolgimento delle funzioni ad essa affidate⁷⁹. Certo così formulata la disposizione è sibillina, dal momento che non delimita con eccessiva precisione l'estensione di tale competenza. L'ultima parte del disposto parla infatti «delle funzioni affidate» dal regolamento, sicché da una lettura integrale di questo qualche dubbio potrebbe sorgere. Non sarà sfuggito dalla lettura delle precedenti pagine che i compiti della BCE non si esauriscono nella sola vigilanza diretta degli enti significativi, ma abbracciano un più ampio ruolo di coordinamento del

⁷⁷ Art. 4, p.3, c.2 Reg. UE 1024/2013.

⁷⁸ Cfr. Pisaneschi A., 2014, *Banca Centrale Europea, vigilanza bancaria e sovranità degli Stati*, op. cit., «Questo modello appare assai atipico sia da un punto di vista giuridico-teorico, sia anche, sia concesso rilevarlo, da un punto di vista della diversa legittimazione delle due autorità.

Da un punto di vista giuridico-teorico non è, infatti, usuale che ad una autorità indipendente venga sottratto il potere normativo alla cui stregua esercitare la vigilanza. [...] Da un punto di vista della legittimazione delle due autorità, poi, l'EBA è una autorità di nuova costituzione, con personale ridotto e una storia necessariamente breve, mentre la BCE trova il suo fondamento giuridico nei trattati, è la "guardiana" dell'euro, ed ha assunto, anche in concomitanza della crisi, una legittimazione istituzionale probabilmente superiore a quella di molte istituzioni comunitarie».

⁷⁹ Reg. 2013/1024/UE, Art. 4, p.3, c.2, ultimo periodo: «La BCE può inoltre adottare regolamenti solo nella misura in cui ciò sia necessario per organizzare o precisare le modalità di assolvimento dei compiti attribuiti dal presente regolamento».

Meccanismo Unico⁸⁰. Si vuole pertanto in questa sede segnalare che tale potestà organizzativa potrebbe essere alternativamente letta come internamente diretta all'organizzazione dei propri uffici oppure in una lettura più estensiva - ancorata al compito di coordinamento - come rivolta anche alle autorità nazionali, nella misura in cui queste debbano agire in sedi di raccordo con la BCE. Al contrario si può escludere che tale competenza si estenda fino a toccare la regolazione prudenziale degli enti vigilati, espressamente attribuita dal Regolamento all'EBA⁸¹, la quale altrimenti andrebbe incontro al rischio di essere depauperata sul terreno della certezza. Una distinzione così formulata in ogni caso, benché accettabile sul piano teorico, si presta a possibili fraintendimenti nella pratica, dal momento che proprio sul piano del ruolo dei compiti affidati alle autorità nazionali all'interno del meccanismo può non essere così semplice distinguere fra una norma prudenziale ed una organizzativa⁸².

In senso inverso possibili sovrapposizioni possono provenire sul terreno dei poteri sanzionatori dal residuo delle previsioni contenute nel Regolamento 1093/2010/UE istitutivo dell'EBA, il quale prevede che l'Agenzia possa adottare atti rivolti agli intermediari in sostituzione delle autorità nazionali, nel caso di violazione del diritto europeo⁸³ o di situazioni di emergenza sui mercati finanziari⁸⁴, che in parte si scontrano con i poteri sanzionatori in capo alla BCE, a norma dell'Art. 18 del Regolamento UE 1024 del 2013. Discorso simile vale per il

⁸⁰ Aggiungiamo che non potrebbe essere altrimenti, dal momento che - come si è già ricordato - questo non è dotato di autonoma personalità giuridica.

⁸¹ Autorità la quale sembra peraltro avere preso sul serio il proprio ruolo di regolatore. In tal senso possono essere lette le parole contenute in Enria A., 2015, *Indagine Conoscitiva presso la 6^a Commissione Finanze e Tesoro*, Senato della Repubblica, Roma, 3 Marzo.

⁸² A titolo di esempio le norme procedurali sull'accertamento di determinati requisiti potrebbero essere organizzative se prive di qualsiasi riferimento ai requisiti da accertare, ma finirebbero per essere anche prudenziali se la BCE si trovasse ad integrare un eventuale parametro sul quale la regolazione dell'EBA tace. Tale operazione infatti, sebbene ragionevole, eccederebbe il mandato attribuito alla BCE. In questo caso tuttavia, potrebbe soccorrere il criterio gerarchico in favore della regolazione dell'EBA, per come evidenziato da autorevole dottrina in Mancini M., 2016, *La Banking Union: il riparto delle funzioni di regolazione e di vigilanza*, in «Regole e Mercato - Atti del Convegno Conclusivo del Progetto PRIN 2010-2011, Siena, 7-9 aprile 2016 (vd. nota 85). Per approfondimenti sul tema delle possibili sovrapposizioni fra le due autorità si confronti Brescia Morra C., *From the Single Supervisory Mechanism to the Banking Union. The role of the ECB and the EBA*, Working Paper n.2/2014, Luiss Guido Carli - School of European Political Economy, Roma

⁸³ Art. 17 Reg. UE n.1024/2013.

⁸⁴ *Ivi*, Art. 18.

ruolo di coordinamento, che nei termini del Regolamento sul SSM spetterebbe alla BCE, ma che trova un possibile limite nella «risoluzione delle controversie fra autorità transfrontaliere»⁸⁵.

Se dunque il criterio di riparto fra regolazione e vigilanza si presta a presentare contorni non così precisamente definiti, potrebbe essere opportuno un maggior coinvolgimento della BCE e delle stesse Autorità Nazionali nella fase di formulazione della prima, in modo tale da valorizzare il grande livello di *expertise* di cui tradizionalmente possono fregiarsi le banche centrali⁸⁶. Peraltro le informazioni utili a migliorare la regolazione prudenziale si acquisiscono proprio nello concreto svolgimento della vigilanza *day-to-day* sugli enti creditizi⁸⁷. In questo modo le autorità del SSM, forti del dato empirico direttamente evinto dalla propria operatività sul campo, potrebbero far valere le proprie istanze - anche attraverso un eventuale diaframma della BCE - in seno all'EBA per la correzione e il miglioramento delle norme prudenziali.

Al contrario nell'assetto attuale il ruolo sul fronte della regolazione prudenziale della BCE - e a ricaduta delle autorità nazionali - pare essere piuttosto debole. Ai sensi del Regolamento 1093/2010, spetta soltanto la facoltà di prendere parte alle

⁸⁵ Art. 19 Reg. UE n. 1093/2010. In linea di massima possibili antinomie fra il Reg. 1093/2010/UE e il Reg. UE n.1024/2013 dovrebbero poter essere risolte con il principio per cui *lex posterior derogat priori*. La soluzione formale benché coerente con la logica giuridica, potrebbe in ogni caso nel contesto di estrema velocità operativa dei mercati bancari e finanziari incontrare profili di criticità nel momento in cui l'EBA e la BCE adottassero provvedimenti sullo stesso oggetto, sulla base di disposizioni contrastanti. In senso parzialmente diverso e in favore della sussistenza dei poteri dell'EBA ai sensi degli articoli dianzi citati è la soluzione offerta da Mancini M., 2016, *La Banking Union: il riparto delle funzioni di regolazione e di vigilanza*, op. cit.: «La BCE, assommando in sé le qualità di autorità home e host di tutti gli Stati aderenti al Meccanismo di vigilanza unico, assume di fronte all'ABE lo status di un'Autorità nazionale. Ciò da un lato comporta che sono senz'altro adottabili anche nei suoi confronti, ove ricorrano i presupposti previsti dagli artt. 17, 18 e 19 del Regolamento (UE) n. 1093/2010, gli atti che l'ABE è legittimata ad assumere in sostituzione delle Autorità nazionali; dall'altro conferma che, pur nel nuovo scenario, la stessa ABE conserva il proprio ruolo di Regulator prudenziale per l'intera Unione Europea, ponendosi i suoi progetti di norme tecniche di regolamentazione e di attuazione, una volta adottati dalla Commissione europea, al di sopra, nella gerarchia delle fonti, rispetto agli orientamenti, alle raccomandazioni e, finanche, ai regolamenti adottati dalla BCE nell'ambito del MVU».

⁸⁶ In questo senso andava peraltro la proposta di regolamento, originariamente presentata dalla Commissione nella COM(2012)511, successivamente ridimensionata dal Coreper. Il p.1, dell'Art. 4 della proposta di regolamento prevedeva una lettera l), che intestava alla BCE il compito di coordinare la posizione delle autorità nazionali nel contribuire in collaborazione con l'EBA al miglioramento della regolazione prudenziale.

⁸⁷ La considerazione rientra nell'alveo di quella che è stata definita la fase di «apprendimento» all'interno del *policy cycle*. Per approfondimenti si rimanda a La Spina A. et Espa E., *Analisi e Valutazione delle Politiche Pubbliche*, op. cit.

riunioni del Consiglio delle autorità nazionali ad un solo rappresentante del *Supervisory Board* della BCE, oltretutto senza diritto di voto⁸⁸. La funzione della BCE può quindi essere al massimo quella di suggeritore, non già di soggetto concretamente impegnato nella formulazione. Al più starà alla sua autorevolezza, conquistata grazie al ruolo di primo piano fra le istituzioni dell'Unione negli anni più duri di crisi, il compito da far avvertire il peso degli orientamenti assunti in materia di regolazione.

D'altro canto non sarebbe stato un compito semplice quello di immaginare un equilibrio diverso da quello che si è venuto concretamente a formare fra l'EBA e la BCE. A voler esaminare le ragioni che hanno condotto a questo assetto peculiare, sarebbero almeno due gli argomenti che ci farebbero propendere per una soluzione di questo tipo.

In primo luogo - come abbiamo mostrato nel primo paragrafo del presente capitolo - le attribuzioni del SSM in capo alla BCE hanno preso forma momento per momento in un percorso accidentato in risposta ai diversi e contrapposti segnali derivanti dalla crisi del debito sovrano e che si innestava sul già esistente SEVIF. Per essere semplici, nel momento in cui il SSM è sorto, l'EBA già esercitava funzioni di regolazione. Dotare il Consiglio di Vigilanza di funzioni analoghe, avrebbe significato svuotare completamente il compito dell'Agenzia, la quale quindi difficilmente avrebbe trovato una propria ricollocazione, ma sarebbe stata piuttosto destinata ad esaurire il suo percorso.

Un secondo ordine di motivazioni è stato individuato⁸⁹ in ragioni *lato sensu* politiche. Il potere di emanare norme tecniche di regolamentazione e di

⁸⁸ Art. 40, Regolamento 1093/2010/UE.

⁸⁹ Cfr. Pisaneschi A., 2014, *Banca Centrale Europea, vigilanza bancaria e sovranità degli Stati*, op. cit., «Le norme emanate dall'EBA (c.d. norme tecniche di regolamentazione e norme tecniche di attuazione), infatti, non sono direttamente prodotte da questa autorità. Il potere di emanare le norme tecniche di regolamentazione non è un potere proprio dell'EBA, ma bensì un potere della Commissione, che viene esercitato su delega del Parlamento o del Consiglio e sotto il controllo di questi, mentre l'EBA svolge principalmente, all'interno del procedimento, funzioni di organo tecnico consultivo. Anche l'approvazione delle norme tecniche di attuazione è un potere della Commissione, sia pure con una maggiore incidenza dei poteri dell'EBA e con un minore controllo del Parlamento e del Consiglio, in ragione della natura meramente attuativa di queste norme. In definitiva la questione è che le norme, alla cui stregua deve essere esercitata la vigilanza, non sono prodotte da una autorità indipendente, ma seguono un percorso più articolato all'interno del quale gli Stati non abdicano completamente alla propria sovranità. E questo compromesso poteva apparire soddisfacente, agli Stati membri nel momento in cui veniva perduta la vigilanza "domestica"».

attuazione⁹⁰ non è infatti una delega in bianco lasciata all'EBA, ma mette in piedi un iter peculiare in cui è coinvolta una pluralità di soggetti ed in primo luogo la Commissione Europea. A questa è intitolata la competenza in senso stretto, benché l'elaborazione dei disposti regolativi sia un compito affidato all'EBA. Accanto alla Commissione trovano spazio anche il Parlamento Europeo e il Consiglio. Nel caso delle norme tecniche di regolazione essi sono tenuti ad approvare mediante procedura di codecisione - ovvero quella per l'adozione degli atti legislativi - una delega contenente oltre «[a]gli obiettivi, il contenuto, la portata e la durata della delega di potere»⁹¹, anche gli elementi essenziali della disciplina di settore. Di più ampi margini dispongono invece la Commissione e l'EBA nell'ambito delle norme tecniche di attuazione, per cui ove la delega non sia espressa può considerarsi sufficiente la base del Regolamento istitutivo dell'EBA⁹², sebbene in capo al Parlamento Europeo e al Consiglio rimangano poteri informativi lungo tutte le fasi del procedimento di adozione⁹³.

Un assetto di questo tipo poteva dunque assicurare gli Stati partecipanti al Meccanismo Unico di Vigilanza, giacché alla cessione di una parte rilevante di competenze in materia di vigilanza alla BCE, sarebbe corrisposto un grado meno che proporzionale nel conferimento della potestà regolamentare, che sarebbe rimasto sostanzialmente all'interno del quadro originariamente previsto per il SEVIF.

La BCE dal canto suo sembra essersi adeguata opportunamente al ruolo che la vede impegnata nell'elaborazione della metodologia di vigilanza e peraltro ha assunto un atteggiamento di piena collaborazione, orientata allo scambio di informazioni con l'EBA. Questo è almeno il dato che emerge dalla Guida di

⁹⁰ Di cui rispettivamente agli Artt. 10 e 15 del Regolamento 1093/2010.

⁹¹ Cfr. Art. 290, p.1 TFUE.

⁹² Ai sensi questa volta dell'Art. 291 TFUE, p.3 «il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando mediante regolamenti secondo la procedura legislativa ordinaria, stabiliscono preventivamente le regole e i principi generali relativi alle modalità di controllo da parte degli Stati membri dell'esercizio delle competenze di esecuzione attribuite alla Commissione», per come integrato dai disposti del Reg. 1093/2010/UE.

⁹³ Cfr. Reg. 1093/2010, Art. 15, p.1, cc.3 e 5; p.3, cc.3 e 4. Il minor onere procedurale è giustificato dalla portata più limitata delle norme di attuazione, le quali comportano un margine assai ridotto di discrezionalità tecnica.

Vigilanza Bancaria⁹⁴ elaborata dalla BCE. Soprattutto suscita attenzione, sebbene forse l'importanza di tale novità non sia stata ancora presa in considerazione, il fatto che la BCE abbia dichiarato nella suddetta Guida per quanto attiene alla vigilanza - ma anche e soprattutto per quanto concerne il suo dialogo con l'EBA per la regolazione prudenziale - di voler seguire un approccio diremmo di «*policy cycle*». A conclusione di questa breve panoramica sulla nascita del primo pilastro dell'Unione Bancaria (e di alcuni suoi possibili profili di criticità), si ritiene opportuno soffermarsi un poco su questo aspetto, quanto mai coerente con i contributi teorici dell'analisi delle politiche pubbliche.

I.1.d. Il ciclo di vigilanza all'interno del SSM

Il paradigma di analisi del *policy cycle* ebbe i suoi natali a metà del secolo scorso ad opera del contributo teorico di Harold Lasswell, che individuava sei distinti momenti nella vita di una politica pubblica⁹⁵. Da allora la letteratura si è mostrata generosa nell'elaborare diversi modelli del ciclo. A seconda dell'autore potremo trovare schemi dotati di più o di meno fasi, livelli di analisi orientati a ricomprendere platee più affollate o più ristrette di attori rilevanti; eppure tutte queste impostazioni condividono un'idea di fondo. Il nucleo ineludibile dei contributi in materia risiede nell'idea che qualsiasi politica pubblica non cada nel vuoto, ma si inserisca in un contesto di interazione che coinvolge attori, regole e risorse, capaci di influenzarne in maniera determinante ogni aspetto della politica, dalla formulazione originaria al dispiegamento ultimo dei propri effetti. Inoltre una teoria del ciclo comporta che gli stessi effetti sortiti da una politica pubblica, lascino una traccia di sé, a propria volta influenzando così il ciclo di una politica successiva.

⁹⁴ Paradigmatica a questo proposito è la seguente enunciazione contenuta in AA.VV., 2014, *Guida alla Vigilanza Bancaria*, Banca Centrale Europea, Francoforte, p. 6 «L'MVU è conforme al corpus unico di norme. Integra la vigilanza in molte giurisdizioni e sostiene e favorisce l'ulteriore sviluppo del corpus unico di norme da parte dell'ABE» o ancora a p.20: «La BCE opera in *stretta collaborazione* con le autorità europee di vigilanza, in particolare con l'Autorità bancaria europea (ABE). In quanto autorità di vigilanza bancaria, l'MVU deve svolgere le proprie funzioni in conformità delle norme dell'ABE. L'MVU partecipa ai lavori dell'ABE e *contribuisce in maniera significativa a favorire la convergenza* in materia di vigilanza integrando la vigilanza fra le giurisdizioni». (corsivi aggiunti)

⁹⁵ Le sei fasi sono nella formulazione di Lasswell «*intelligence, promotion, prescription, invocation, application, termination, appraisal*». Cfr. Lasswell H.D., 1955, *Current studies of the decision process: Automation versus creativity*, in «Western Political Quarterly», n.3/8, pp. 381-399.

In questa sede si sceglie di avvalorare lo schema proposto in ambiente italiano e che raccoglie questa idea di un ciclo non lineare ma «tridimensionale»⁹⁶, in cui ogni politica si sedimenta sulle precedenti e precostituisce la base per quelle successive. Nello specifico questo modello prevede cinque fasi: *agenda setting*, formulazione, decisione, implementazione e apprendimento. Analizzare le politiche entro questo paradigma, significa indagare quali temi siano portati all'attenzione degli attori rilevanti, quando e per quali motivi (*agenda setting*); mostrare, al di là del decisore formale, cui resta eventualmente imputata l'adozione dell'atto giuridico, quali siano i soggetti ed i gruppi impegnati nella trattativa sui contenuti della politica (formulazione); capire in che modo viene presa la decisione; descrivere e spiegare il modo in cui le previsioni prendono concretamente forma nell'opera di coloro che sono chiamati a darne attuazione (implementazione) e infine trarre gli opportuni insegnamenti dall'esperienza, al fine di confermare una politica ben costruita o eventualmente correggerne il tiro, qualora abbia scoperto il fianco ad eventuali debolezze, non *ex ante* preventivabili. Sia ben chiaro: quello del *policy cycle* è un paradigma di analisi e in quanto tale in alcuni casi può essere accusato di una eccessiva semplificazione, la quale tuttavia è congenita al modo di procedere di qualsiasi scienza, dal momento che l'idea stessa di spiegazione di fenomeni empirici attraverso l'individuazione di nessi causali corroborabili è operazione diversa dalla mera descrizione fotografica dell'esperienza sensibile, giacché costitutivamente la spiegazione prevede una «pulizia» delle relazioni oggetto di interesse rispetto ai fattori di rumore presenti nella realtà⁹⁷.

⁹⁶ Mutuiamo questo modello da La Spina A. et Espa E., *Analisi e Valutazione delle politiche pubbliche*, op. cit. La tridimensionalità è evinta da p.46 «[...] nuove *policies* si sviluppano in un ambiente denso di politiche già esistenti, rispetto alle quali si presentano spesso in forme leggermente differenti. In una prospettiva sistemica, alcune politiche possono agire come ostacoli per l'adozione o l'attuazione di una certa misura particolare, così come certe *policies* possono generare effetti collaterali e divenire cause di successivi problemi di *policy* in altri settori [...] o anche all'interno del medesimo settore. È quindi possibile che il ciclo non si presenti come un unico movimento circolare che si ripete in modo uguale, quanto piuttosto come una serie di movimenti circolari più piccoli al suo interno e, visto tridimensionalmente, come una spirale, in cui, ad esempio, il risultato di precedenti decisioni sull'implementazione di una certa *policy*, incide sulla formulazione di politiche future».

⁹⁷ A chi volesse approfondire questi temi, si consiglia la lettura di Antiseri D., 1996, *Trattato di Metodologia delle Scienze Sociali*, UTET, Torino; Corbetta P., 2003, *La Ricerca Sociale: metodologia e tecniche*, Il Mulino, Bologna, in particolare Voll. I. Paradigmi di riferimento, II. Le tecniche quantitative e IV. L'analisi dei dati.

Appare tuttavia interessante che questo approccio mutuato dalla letteratura di analisi sia stato concretamente ed esplicitamente applicato in concreto da un'istituzione del calibro della Banca Centrale Europea, che appunto titola uno dei paragrafi della sopra menzionata Guida «Il ciclo della vigilanza»⁹⁸.

La domanda che occorre porsi è dunque se quello che la BCE chiama ciclo di vigilanza coincida con quello che in letteratura viene indicato come «ciclo di policy». In realtà se volessimo provare a sovrapporre il modello teorico al ciclo disegnato dalla Guida della BCE, non troveremmo una perfetta congruenza. Il modello infatti abbraccerebbe un ciclo molto più ampio. Quello della BCE si presta piuttosto ad essere un sottociclo, in cui la fase dell'*agenda setting* è predeterminata, quella della formulazione è rigida, mentre la decisione e l'implementazione sono procedimentalizzate. Che cosa stiamo cercando di dire? L'idea è che il modello di ciclo nelle sue cinque fasi si presterebbe più opportunamente a descrivere tutto il SSM, dalle ragioni che ne hanno motivato la nascita, fino ai suoi risultati sugli operatori (*outcomes*), nell'arco di tutto il tempo per il quale il meccanismo perdurerà. In questo caso certo sarebbe possibile individuare le motivazioni che hanno condotto a portare a rilevanza il tema della vigilanza coordinata (ed in parte è quello che abbiamo cercato di fare, quando poco sopra discutevamo dei limiti della vigilanza nazionale armonizzata e delle peculiari debolezze emerse durante la seconda ondata di crisi); altresì si potrebbero individuare gli attori più rilevanti nella formulazione (accennavamo alla proposta della Commissione e alle parziali resistenze da parte degli Stati partecipanti, che si sono tradotte in un testo di regolamento lievemente emendato), così come il modo in cui la decisione di adottare il Regolamento 1024/2013 è stata presa. Già ora sarebbe possibile descrivere il modo in cui le previsioni normative stanno concretamente prendendo forma nell'implementazione concreta e di qui a qualche anno, non appena il meccanismo abbia completamente dispiegato i propri effetti - anche in relazione agli altri due pilastri dell'Unione Bancaria - potremo trarre un bilancio di quali sarà stato

⁹⁸ AA.VV., *Guida alla Vigilanza Bancaria*, op. cit., pp. 18 e ss.

l'impatto rispetto all'obiettivo di stabilità finanziaria fissato nel Regolamento istitutivo⁹⁹.

Il ciclo messo in piedi nel settore di vigilanza si muove invece tutto intorno all'implementazione, al limite con talune modifiche sulla regolazione, la quale più che essere ricompresa all'interno della formulazione e della decisione, che attengono piuttosto al regolamento istitutivo, rientra in buona sostanza anch'essa nell'implementazione, dal momento che ne è una fase necessaria, quale adempimento richiesto dal Regolamento stesso, che a sua volta rimanda al Reg. 1093/2010, istitutivo dell'EBA. Tale ciclo è quello mostrato nella figura sotto.

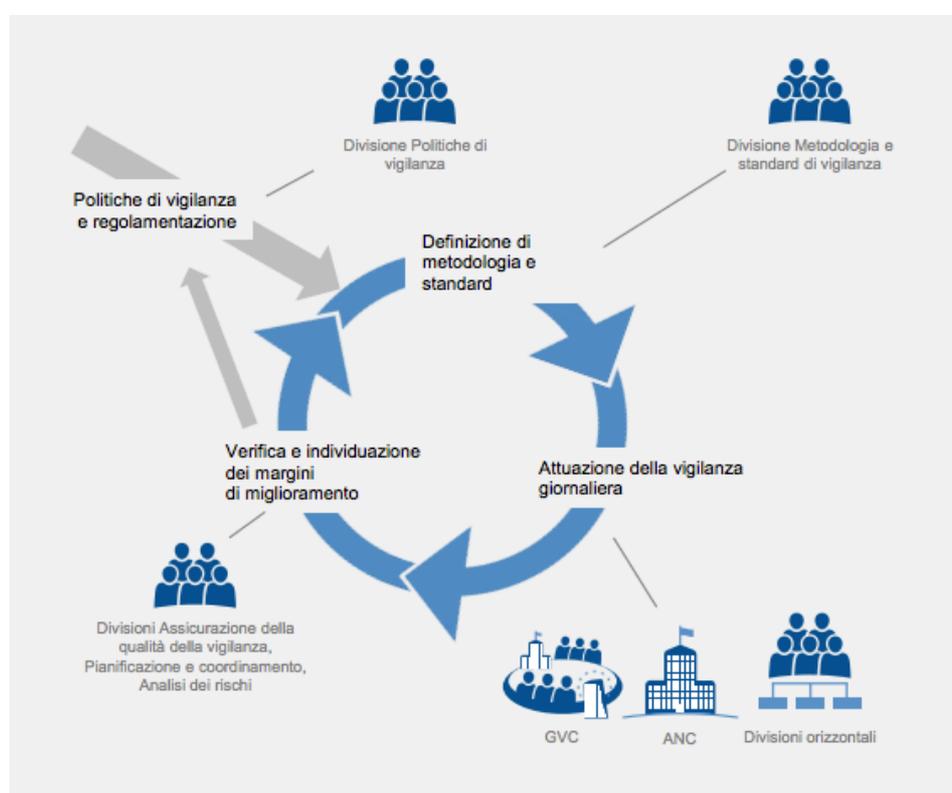


Figura 2: Il Ciclo di Vigilanza

Fonte: Guida di Vigilanza BCE, riproduzione consentita a fini didattici e non commerciali

In questo schema in particolare sono descritti i compiti di tutte le unità funzionali coinvolte all'interno del ciclo. Come si può notare (freccia in lato a sinistra), la regolazione prudenziale - quella dell'EBA per intenderci - proviene dall'esterno. Le

⁹⁹ Fin dal considerando 2) del Reg. 1024/2013/UE, che può essere considerato un'efficace sintesi delle motivazioni e degli obiettivi del SSM «L'attuale crisi finanziaria ed economica ha mostrato che l'integrità della moneta unica e del mercato interno potrebbe essere minacciata dalla frammentazione del settore finanziario. È quindi essenziale intensificare l'integrazione della vigilanza bancaria al fine di rafforzare l'Unione, ripristinare la stabilità finanziaria e gettare le basi per la ripresa economica».

Secondo questo schema dunque il ciclo di vigilanza si concentra tutto nell'ambito dell'implementazione, seppur con talune ricadute in quella di apprendimento, grazie alle informazioni raccolte durante l'opera di monitoraggio (e che certo si riveleranno preziose per una vera e propria valutazione *ex post*). Non sarebbe pertanto inappropriato spingerci un poco più in là rispetto al modello di *policy cycle* e coniare l'espressione di «microciclo» della politica di vigilanza, da contrapporre al ciclo complessivo del *Single Supervisory Mechanism*. Per trarre in ausilio una metafora celeste, se quest'ultimo fosse rappresentabile dal moto di rivoluzione della Terra intorno alla Sole, allora il ciclo di policy sarebbe la rotazione del pianeta sul proprio asse, di durata molto più breve, la quale ha tempo di compiersi numerose volte, prima che un intero ciclo sia trascorso.

I.2. DAI DGS ALL'EDIS: LAVORI IN CORSO

Prima di passare a considerare le regole in tema di risoluzione e quindi lo strumento del bail-in - oggetto principale di questa ricerca - pare opportuno soffermarsi per un momento sui DGS e sul progetto dell'EDIS, a motivo del doppio filo che lega il modo in cui l'attuale diritto europeo intende gli strumenti di tutela dei depositi, ai metodi di intervento nel caso in cui una banca si trovi in difficoltà. Per vero siamo arrivati ad uno stadio intermedio, in cui esistono delle norme comuni in materia, ma in cui l'adozione di un vero e proprio Schema Europeo di Tutela dei Depositi¹⁰³ sembra essersi arenata in un limbo morto, da cui sta stentando a disancorarsi. Occorre quindi muovere un passo indietro e considerare quali siano state le esigenze che hanno motivato l'adozione della Direttiva sugli schemi di garanzia dei depositi¹⁰⁴ e quali i suoi portati più innovativi, per poi passare in rassegna quelle che sarebbero le prospettive principali di cambiamento nel caso in cui il regolamento istitutivo dell'EDIS venisse effettivamente approvato.

¹⁰³ European Deposit Insurance Scheme (EDIS) nella proposta della Commissione del 24 Novembre 2015, contenuta in COM(2015)/586/final.

¹⁰⁴ Precisamente la Direttiva 2014/49/UE, recepita in Italia con Decreto Legislativo 15 Febbraio 2016, n. 30.

I.2.a I DGS nella Direttiva 2014/49/UE

Nel cammino tracciato sul finire del 2012 già era presente un chiaro riferimento a quello che sarebbe dovuto diventare uno dei tre pilastri dell'Unione Bancaria, ovvero uno schema comune sulla garanzia dei depositi¹⁰⁵. Non era ancora chiaro quale soluzione sarebbe emersa - si parlava genericamente di «armonizzazione degli schemi nazionali dei depositi»¹⁰⁶ - eppure era chiara la sua contestualizzazione come risposta alle debolezze emerse nel settore bancario in fase di crisi¹⁰⁷.

Del resto tanto esponenti istituzionali¹⁰⁸ quanto la letteratura economica¹⁰⁹ già si erano prodigati nel delineare la necessità di rendere omogenei - almeno con riferimento all'Area dell'Euro - i sistemi di garanzia dei depositi, a motivo tanto della rapidità con cui in un contesto di maggiore integrazione finanziaria si possono trasmettere *spillover* negativi in fase di crisi, quanto della tendenza da

¹⁰⁵ Cfr. Van Rompuy H. et Barroso J.M. et Draghi M., Juncker J.C., 2012, *Towards a genuine Economic and Monetary Union*, op. cit.

¹⁰⁶ Il lettore non sia tratto in inganno dall'espressione «armonizzazione» che lascerebbe preludere al solo strumento della Direttiva. Lo stesso termine era usato in relazione agli strumenti di risanamento e risoluzione delle crisi bancarie, laddove a stretto giro si è proceduto ad implementare il *Single Resolution Mechanism*.

¹⁰⁷ Cfr. Van Rompuy H. et Barroso J.M. et Draghi M., Juncker J.C., 2012, *Towards a genuine Economic and Monetary Union*, op. cit., p. 8 « The history of financial crises has illustrated the destabilising effect uncertainty surrounding bank deposits could have on individual financial institutions and on entire banking systems. The proposal on the harmonisation of national deposit guarantee schemes includes provisions to ensure that sufficiently robust national deposit insurance systems are set up in each Member State, thereby limiting the spill-over effects associated with deposit flight between institutions and across countries, and ensuring an appropriate degree of depositor protection in the European Union. A rapid adoption of this proposal is important».

¹⁰⁸ Cfr. Constâncio V., 2013 *Towards the Banking Union*, Intervento del Vicepresidente BCE, Atti del Convegno «Banking and Supervision under transformation», Seconda Conferenza FIN-FSA sulla Regolazione e la supervisione all'interno dell'Unione Europea, Helsinki, 12 Febbraio.

¹⁰⁹ *Ex multis* Pisani-Ferry J. et Sapir A. et Véron N. et Wolff G.B., 2012, *What kind of European banking union?*, Bruegel Policy Contribution, n. 12/2012; Gros D. et Schoenmaker D., 2014, *European Deposit Insurance and Resolution in the Banking Union*, in «Journal of Common Market Studies», Vol. 52, issue 3, pp. 529-546. Questo secondo saggio in particolare andava auspicava la nascita di uno schema unico, delineato in maniera molto simile a quello proposto a suo tempo dalla Commissione (vd.infra I.2.b.)

parte degli Stati ad agire in difetto di coordinamento a presidio dei propri campioni nazionali¹¹⁰.

Inoltre una risposta era già stata offerta nella prima fase delle crisi europee, con la Direttiva 2009/14/CE, la quale nella concitazione dell'emergenza, aveva elevato il livello di copertura da 20.000¹¹¹ Euro per depositante a 100.000, livello che sarebbe stato mantenuto anche successivamente.

In questo quadro va letta la Direttiva 2014/49/UE¹¹², la quale ha raccolto tanto gli spunti provenienti dalla riflessione economica, quanto il segno già lasciato dalla precedente direttiva. L'impostazione di quest'ultima non viene sovvertita, ma anzi il già stretto termine di rimborsabilità previsto nel termine di venti giorni, viene ulteriormente abbreviato a sette¹¹³, al fine di premiare la stabilità finanziaria, attraverso la fiducia dei depositanti. Semmai la normativa già importata dalle precedenti direttive è specificata ed arricchita di nuovi elementi. Nella Direttiva 2014/49/UE viene chiarito e fissato il principio, già annunciato in guisa di intenzione nella precedente¹¹⁴, per cui ogni banca è tenuta alla contribuzione in base al proprio profilo di rischio, oltre che all'ammontare detenuto di depositi¹¹⁵ e

¹¹⁰ Claessens S. et Herring R. et Schoenmaker D. et Summe K. A., 2010, *A safer world financial system: Improving the resolution of systemic institutions*, in «geneva Report on the World Economy», International Center for Monetary and Banking Studies, n.12.

¹¹¹ Direttiva 94/19/CE, in conformità della quale si modellavano le disposizioni degli Artt. 96 e ss. TUB allora vigenti. Più precisamente all'Art. 7 di detta direttiva si trovava l'indicazione di 20.000 ECU.

¹¹² La Direttiva infatti riprende quelle che erano la state le principali conclusioni della letteratura economica. Basti a tale proposito leggere il considerando 4): «Per tenere conto della progressiva integrazione nel mercato interno, è opportuno avere la possibilità di fondere gli SGD di differenti Stati membri o di creare sistemi transfrontalieri distinti su base volontaria. Gli Stati membri dovrebbero assicurare una sufficiente stabilità e a una composizione equilibrata degli SGD nuovi ed esistenti. Dovrebbero essere evitati effetti negativi sulla stabilità finanziaria, ad esempio qualora siano trasferiti a un SGD transfrontaliero solo enti creditizi con rischio elevato».

¹¹³ Ai sensi dell'Art.8, Direttiva 2014/49/UE. Vd. anche considerando 38): «L'attuale periodo di rimborso è in contrasto con la necessità di preservare la fiducia dei depositanti e non risponde alle loro esigenze. Pertanto, è opportuno ridurre il periodo di rimborso a sette giorni lavorativi».

¹¹⁴ L'Art. 1, p.7, Dir. 2009/14/CE fra le altre previsioni inseriva questa: « La Commissione presenta al Parlamento europeo e al Consiglio, entro il 31 dicembre 2009, una relazione su [...] c) possibili modelli per l'introduzione di contributi basati sui rischi».

¹¹⁵ Art. 13, p. 1, Dir. 2014/49/UE.

alla posizione nel ciclo economico¹¹⁶. Questi contributi versati *ex ante* devono inoltre garantire che in ogni Stato entro il 2024 uno schema disponga di risorse pari almeno allo 0,8% dei depositi garantiti¹¹⁷. A tale contribuzione ordinaria si aggiunge inoltre la possibilità di un ulteriore margine di intervento nella percentuale dello 0,5% dei depositi garantiti, coperto da contributi versati *ex post* dai membri dello schema di garanzia¹¹⁸.

Novità rilevanti si misurano inoltre sul fronte della cooperazione fra gli schemi dei diversi Paesi Europei. Sempre nell'ipotesi sopra delineata per cui uno schema non riesca a raggiungere la quota dello 0,8% dei depositi garantiti, gli è consentito per i soli fini di rimborso dei depositi - non già per quelli che sotto vedremo essere gli altri impieghi dei fondi - accedere, sebbene sempre nei margini dello 0,5%, alla concessione di un prestito da parte di un altro DGS ad un tasso di interesse maggiore o uguale al tasso di rifinanziamento marginale fissato dalla BCE¹¹⁹, versato al momento del rimborso¹²⁰. Tale prestito andrà rimborsato in cinque anni e potrà essere frazionato in quote annuali.

Nella direttiva del 2014 sono inoltre fissati con più precisione i parametri di cooperazione fra i DGS dei diversi Paesi dell'Unione, nelle precedenti direttive enunciati principalmente in via di principio¹²¹. Nel far salva la previsione per cui

¹¹⁶ Dir. 2014/49/UE, Art. 10, p.2, c.4: «Il contributo regolare tiene debito conto della fase del ciclo economico e dell'impatto che possono avere i contributi prociclici quando si stabiliscono i contributi annuali nel contesto del presente articolo».

¹¹⁷ Art. 10, Dir. 2014/49/UE. Ai sensi del p.4, i DGS hanno comunque diritto a che gli Stati garantiscano immediatamente loro le risorse necessarie a raggiungere lo 0,8%, nel caso in cui la competente autorità abbia accertato che tale soglia non possa essere da loro raggiunta nemmeno attraverso una contribuzione straordinaria. Tali risorse prendono la forma di prestiti, che vanno rimborsati attraverso la contribuzione ordinaria. Tale disposto bilancia la gradualità della fase transitoria, con l'eventualità che l'intervento dei DGS si renda necessario prima dello spirare del termine di adeguamento alla nuova normativa.

¹¹⁸ Dir. 2014/49/UE, Art. 10, p.8. A norma del c.2 il materiale versamento del contributo *ex post* può essere differito da parte dell'autorità competente, quando questo metterebbe a repentaglio la liquidità o la solvibilità dell'ente.

¹¹⁹ Corrispondente all'estremo superiore del corridoio all'interno del quale fluttua il tasso EONIA. Dal 16 marzo 2016 è fissato allo 0,25%.

¹²⁰ Dir. 2014/49/UE, Art. 12.

¹²¹ Cfr. Direttiva 2009/14/CE Considerando 5): « Una relazione, che dovrà essere presentata a cura della Commissione, analizzerà tutti gli aspetti connessi come compensazioni e crediti di contropartita, determinazione dei contributi ai fondi di garanzia, prodotti e depositanti coperti, efficacia della cooperazione transfrontaliera tra i fondi di garanzia dei depositi e rapporti fra tali

un DGS deve coprire i depositi dei propri membri anche per le succursali all'estero¹²², già enunciato nella direttiva del 1994¹²³, viene specificato che il rimborso sarà effettuato a carico del DGS del Paese ospitante, il quale si rivarrà a propria volta sul DGS del Paese di origine¹²⁴. Più in generale il maggior grado di cooperazione si misura sul terreno potenziamento dello scambio di informazioni e della previsione di accordi in forma scritta fra i DGS¹²⁵ per l'esercizio di detta cooperazione.

Trova inoltre pieno sviluppo il tema dell'informazione ai depositanti, introdotto nella Direttiva 94/19/CE¹²⁶ dalla 2009/14/CE¹²⁷, la quale si arricchisce di obblighi aggiuntivi, come quello di far figurare all'interno dell'estratto conto o in apposita comunicazione¹²⁸ se i depositi sono ammessi (e in quale misura) alla garanzia.

Le novità più ampie possono tuttavia essere ascritte al diverso e più ampio intendimento che dei DGS viene offerto all'interno della direttiva del 2014. A questo proposito occorre tenere a mente che essa si colloca in un quadro complessivo di risposta alle crisi degli ultimi anni¹²⁹, il cui obiettivo ultimo è la costituzione dell'Unione Bancaria. In questo senso - che peraltro è quello che tocca l'oggetto della nostra ricerca più da vicino - i DGS diventano parte integrante della nuova disciplina sulle ristrutturazioni e risoluzioni bancarie. L'Art. 11 della direttiva in esame, rubricato «Uso dei fondi», pur riaffermando al p.1 che lo scopo precipuo dei DGS consiste nel rimborso dei depositanti, delinea nei paragrafi

regimi e gli strumenti alternativi a favore dei depositanti, come i meccanismi di rimborso di emergenza».

¹²² Art. 14, Dir. 2014/49/UE.

¹²³ Art. 4, Dir. 1994/19/CE.

¹²⁴ Dir. 2014/49/UE, Art. 14, p.2. Tale disposizione va letta sistematicamente nell'intento della direttiva di premiare la velocità nelle procedure di rimborso.

¹²⁵ *Ivi*, Art. 14, p.5.

¹²⁶ Dir. 1994/19/CE, Art. 9.

¹²⁷ Dir. 2009/14/CE, Art. 1, p. 5.

¹²⁸ Dir. 2014/49/UE, Art. 16, p.3.

¹²⁹ Anticipatore delle considerazioni che sarebbero emerse nel dibattito degli anni di crisi e sul possibile uso alternativo degli schemi di tutela dei depositi è stato lo scritto Bani E., 1996, *Fondo interbancario di tutela dei depositi in funzione anticrisi*, in Restuccia G., a cura di, *La prevenzione della crisi bancaria nell'ordinamento italiano e comunitario: diritto delle imprese in crisi*, in «Atti di Seminari del Dottorato», Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, Vol.IV, pp. 246-251

seguenti una serie di «misure alternative», operando un diretto rimando alla Direttiva 59/2014/UE (BRRD)¹³⁰ sulla ristrutturazione e risoluzione degli enti bancari. Le anzidette misure in ogni caso non dovranno superare nel costo le spese che gli schemi sarebbero chiamati a sostenere nel caso in cui invece dovessero rimborsare i depositanti.

La novità non dovrebbe peraltro coglierci impreparati, dal momento che essa in buona sostanza recepisce il «principio del minor onere»¹³¹ già previsto dalla normativa italiana, così come le misure alternative, già contemplate dall'Art. 96-*bis* del Testo Unico Bancario¹³².

Quello che ci preme di sottolineare è come dietro la possibilità di ricorso a misure alternative, i fondi di tutela dei depositi si pongano in un rapporto peculiare con la riorganizzazione bancaria, dal momento che essi possono ora fungere da veicolo di ricapitalizzazione, atto a prevenire le conseguenze di una crisi bancaria¹³³.

L'utilizzo dei fondi di garanzia in chiave di sostegno agli enti bancari in difficoltà presenta in ogni caso due precisi caratteri distintivi: la preventività e l'alternatività alla risoluzione. Le misure alternative praticabili da parte dei DGS si pongono in un

¹³⁰ Il termine BRRD, con cui è invalsa nell'uso la direttiva in parola, è l'acronimo di *Bank Recovery and Resolution Directive*.

¹³¹ Cfr. De Polis S., 2016, *La tutela dei depositi bancari nel quadro dell'Unione Bancaria Europea*, Intervento del Direttore dell'Unità di Risoluzione e Gestione delle Crisi Banca d'Italia, Intitolazione dell'Aula «Francesco Parrillo», La Sapienza, Roma, 27 Aprile: «Il criterio cardine della scelta dell'intervento è quello del minor onere: il costo degli interventi alternativi per gli aderenti deve essere inferiore a quello derivante dal rimborso diretto dei depositanti». Tale regola si configura come un limite entro il quale ammettere l'intervento da parte di altri operatori privati, dal momento che - giova ricordarlo - l'intervento dei fondi di garanzia si pone sempre come associazione di imprese bancarie. Sul punto può essere utile la lettura di Argentati A., 2016, *I salvataggi di banche italiane e l'antitrust europeo*, in «Mercato, Concorrenza, Regole», Fascicolo 1/2016, p. 122: « Non si può trascurare, infatti, che il sistema di garanzia di cui si discute null'altro è che un'associazione di imprese e che, in mancanza di quella soglia stabilita dal legislatore, verrebbe rimessa alla libera volontà di soggetti concorrenti la decisione su quanta competizione può esservi nel settore, con tutti i riflessi sul sistema di cui si è detto in precedenza. Pare evidente, allora, che ci troviamo di fronte a una regola cruciale nel garantire l'equilibrio complessivo del sistema: una regola che definisce esattamente il punto di equilibrio voluto dal legislatore europeo tra stabilità/solidarietà da un lato, e concorrenza dall'altro».

¹³² Vd. Cercone R., *Commento sub Art. 96-bis TUB*, in «Commentario al testo delle leggi in materia bancaria e creditizia», Capriglione F, a cura di, Vol.II, Padova, , pp. 1210 e ss.

¹³³ Argentati A., 2016, *I salvataggi di banche italiane e l'antitrust europeo*, op. cit., p. 117 «In quest'ottica, è evidente che i sistemi di garanzia non sono più visti dal legislatore europeo solo come uno strumento di tutela che diventa operativo in un momento successivo al verificarsi della crisi, ma assumono invece una valenza di prevenzione (intesa come azione che impedisce il deterioramento della crisi stessa) e sanatoria (nel senso di preservazione dei valori aziendali) particolarmente rilevante».

momento precedente rispetto a quello in cui sono chiamati ad operare. L'operazione di rimborso dei depositanti avviene infatti contestualmente alle procedure di liquidazione di un ente creditizio. Se invece è previsto un intervento che miri a preservare l'operatività dell'ente e le sue funzioni, è chiaro che questo debba collocarsi temporalmente prima rispetto al momento in cui i DGS sono soliti entrare in azione.

Se ci fermassimo tuttavia alla previsione per cui i DGS debbano attivarsi in tempo utile ad evitare che le sofferenze bancarie si tramutino in insolvenza, allora le misure alternative finirebbero per coincidere con le funzioni a cui è chiamato il Fondo di Risoluzione Unico¹³⁴ o con i contributi sempre a carico dei DGS in caso di risoluzione¹³⁵. A questo proposito è la stessa Direttiva a chiarire quale sia il rapporto fra l'intervento dei DGS con le predette misure e le procedure di risoluzione, dal momento che non si contenta di un intervento sufficientemente precoce, ma prevede espressamente che i fondi di garanzia agiscano in senso alternativo rispetto alle procedure di risoluzione¹³⁶. La direttiva dunque mette insieme nel suo complesso un sistema in cui i fondi di garanzia sono chiamati ad intervenire prima che sia avviata la risoluzione vera e propria e verosimilmente nei casi in cui questa sia carente dei presupposti necessari¹³⁷. Così intese le misure alternative si prestano ad uno spazio di intervento tutto fuorché marginale, soprattutto se si considera il fatto che l'avvio di una procedura di risoluzione ai

¹³⁴ Vd. *infra* II.2.

¹³⁵ Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Art. 109 e Regolamento UE n. 806/2014, Art. 79.

¹³⁶ Il c.3, Art. 11 alla lettera a) prevede che l'intervento dei DGS sia possibile se «l'autorità di risoluzione non ha adottato alcuna azione di risoluzione ai sensi dell'articolo 32 della direttiva 2014/59/UE». Da questo discende il carattere di alternatività dell'intervento dei fondi di garanzia. In proposito cfr. Argentati A., 2016, *I salvataggi di banche italiane e l'antitrust europeo*, op. cit., p. 117 «Il sistema di garanzia può intervenire esclusivamente per erogare il contributo volto ad assorbire le perdite fino al livello di protezione e preservare l'accesso ai depositi protetti: ne discende, dunque, che uno spazio per forme di intervento diverse da parte del sistema di garanzia potrà ravvisarsi solo al di fuori (o prima) della risoluzione. Tale rapporto di alternatività con la procedura di risoluzione è espressamente indicato anche all'art. 11, co. 3, della direttiva 2014/49/UE ai sensi del quale il ricorso di un DGS a «misure alternative volte ad evitare il fallimento di un ente creditizio» può avvenire a condizione, tra l'altro che «l'autorità di risoluzione non (abbia) adottato alcuna azione di risoluzione ai sensi dell'articolo 32 della direttiva 2014/59/UE»

¹³⁷ Vd. anche Argentati A., 2015, *Sistemi di garanzia dei depositi e crisi bancarie: c'è aiuto di Stato?*, in «Mercato Concorrenza Regole», n. 2/2015, pp. 315-336, nonché Bentivegna A.M., 2015, *Fondi di garanzia dei depositi e crisi bancarie: novità e profili problematici alla luce del nuovo framework regolamentare europeo in materia di risanamento e risoluzione*, in «Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia», n. 3/2015, supplemento, pp. 25 - 54.

sensi della nuova normativa, è condizionato all'esistenza di un interesse pubblico¹³⁸, qualificato soprattutto con riferimento al perdurare di una condizione di stabilità finanziaria, che impedisca il propagarsi di *spillover* negativi attraverso il contagio sui mercati. Siffatto interesse pubblico potrebbe a ben vedere non essere univocamente accertabile nel caso degli enti bancari di minori dimensioni, la cui liquidazione secondo le ordinarie procedure concorsuali potrebbe non comportare un rischio consistente di contagio nei confronti degli altri istituti. Se così fosse, allora difficilmente sarebbero configurabili i parametri per l'avvio di una risoluzione. Nondimeno potrebbe ancora essere auspicabile che la liquidazione venga evitata, non fosse altro per il solo fatto che il rimborso dei depositi - per il principio del minor onere cui si accennava sopra - potrebbe rivelarsi una operazione decisamente più costosa di una ricapitalizzazione mediante una misura alternativa. In definitiva dunque, posto che anche l'obiettivo della BRRD sia proprio quello di prevenire la liquidazione di un ente in difficoltà, l'intervento dei DGS dovrà essere reinteso più che nella sua accezione tradizionale di rimborso, in un quadro più estensivo di prevenzione¹³⁹, da cui discende probabilmente la scelta di attribuire loro una funzione cardine all'interno dell'architettura dell'Unione Bancaria.

I.2.b. L'EDIS: un piatto indigesto in Germania

Proprio questo ruolo di primo piano all'interno della nascente Unione Bancaria, avrebbe dal canto su necessitato - come peraltro già indicato dal Rapporto dei Cinque Presidenti¹⁴⁰ - la creazione di uno schema unico di garanzia dei depositi.

Fra le ragioni che motiverebbero siffatta trasformazione, una in particolare merita di essere ricordata. Non sarà certamente sfuggito ad un lettore attento che il sistema messo in piedi dalla Direttiva 49/2014/UE possiede tutti i presupposti per esprimere il massimo delle proprie potenzialità nel corso della crisi di un istituto

¹³⁸ Dir 2014/59/UE, Art. 32, p.5, con rimando agli obiettivi di cui all'Art. 31, p.2.

¹³⁹ Nell'ambito della prevenzione rientrano per la sola Area dell'Euro anche gli interventi a sostegno delle risoluzioni, la cui disciplina rientra nel Reg. 2014/806/UE, da non confondere con le sopra menzionate misure alternative.

¹⁴⁰ Cfr. Juncker J.C. et Tusk D., Dijsselbloem J., Draghi M., Schulz M., *Completare l'Unione Economica e Monetaria dell'Europa*, Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione Europea, Lussemburgo

bancario e specialmente, come abbiamo mostrato, per le situazioni di difficoltà incontrate dagli istituti di dimensioni più piccole¹⁴¹.

Se tuttavia ad attraversare una fase turbolenta fosse non una minuscola banca di credito cooperativo, bensì un istituto di rilevanza sistemica o - perché no? - sia addirittura tutto il sistema bancario di un Paese ad andare incontro ad una fase di difficoltà, potrebbero forse i fondi di garanzia giocare un qualche ruolo di rilievo in funzione anticiclica? La prospettiva pare inverosimile, soprattutto a fronte di un obbligo di capitalizzazione dello 0,8% dei depositi garantiti, incrementabile da un ulteriore 0,5% ricavabile da contributi *ex post* versati dal sistema, ma solo nel caso in cui si giunga a liquidazione, ovvero proprio quello che le norme in tema di risoluzione attente alla stabilità finanziaria vorrebbero evitare. Un meccanismo così congegnato si mostra dunque per essere strutturato per operare congiuntamente agli altri strumenti di riorganizzazione e risoluzione al fine di evitare che a seguito dell'ipotetica liquidazione di un intermediario, il sistema soffra di un contagio dovuto ad una perdita di fiducia generalizzata. Se invece l'intero sistema nazionale fosse colpito da uno *shock* idiosincratice, l'unica risposta efficace potrebbe venire offerta dal sostegno a carico delle risorse congiuntamente raccolte fra tutti i Paesi partecipanti¹⁴², che in questo caso potrebbero essere bastevoli. Questo è stato sicuramente uno fra gli auspici sotto il quale ha preso forma il *Single Resolution Fund*¹⁴³, ma che certamente può essere esteso alla mutualizzazione degli schemi di garanzia.

Di questo avviso almeno si è dichiarata la Commissione nel presentare la propria proposta¹⁴⁴ per l'istituzione di uno Schema Europeo di Tutela dei Depositi (EDIS),

¹⁴¹ A maggior ragione questa considerazione vale in Italia dove i fondi di tutela sono due. In particolare mentre al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi aderisce la generalità degli istituti bancari, il Fondo di Garanzia dei Depositanti è costituito fra le banche di credito cooperativo, tipicamente di dimensioni assai ridotte.

¹⁴² Del pari è argomento ancora dibattuto la necessità di un *backstop* pubblico nel caso di una crisi sistemica che coinvolga tutti i sistemi bancari partecipanti. Tale garanzia è stata individuata nell'ESM, tuttavia appare prematuro qualsiasi ragionamento di questo tipo prima che una qualche forma di schema unico si entrata a regime.

¹⁴³ Consiglio Europeo, 13-14 Dicembre 2012, *Conclusioni*, « In un contesto in cui la vigilanza bancaria è trasferita effettivamente ad un meccanismo di vigilanza unico sarà necessario un meccanismo di risoluzione unico, dotato dei poteri atti ad assicurare che qualsiasi banca in uno Stato membro partecipante possa essere assoggettata a risoluzione mediante gli strumenti opportuni. [...] Questo meccanismo dovrà preservare la stabilità finanziaria ed assicurare un quadro efficace per risolvere gli inadempimenti degli istituti finanziari tutelando nel contempo i contribuenti in un contesto di crisi bancaria».

¹⁴⁴ Proposta della Commissione del 24 Novembre 2015, contenuta in COM(2015)/586/final.

da realizzarsi attraverso una modifica della Parte II.a del Regolamento sul *Single Resolution Mechanism*¹⁴⁵. Nella proposta in particolare emergeva la preoccupazione per «gli shock locali di grande portata», che andava peraltro ad abbinarsi al pericolo di pressioni sulle finanze degli Stati Membri¹⁴⁶; preoccupazione questa - per come avremo modo di approfondire in seguito - che è stata parimenti invocata a motivo delle nuove regole in materia di risoluzione.

Dal canto suo la letteratura economica, in tempi contestuali all'adozione della proposta di regolamento da parte della Commissione, non si è dimostrata avara nel sostenere che uno schema europeo di tutela dei depositi avrebbe costituito un efficace rimedio agli shock bancari asimmetrici¹⁴⁷ e avrebbe contribuito a spezzare

¹⁴⁵ Regolamento 806/2014/UE.

¹⁴⁶ Cfr. Commissione Europea, Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e Del Consiglio che modifica il regolamento (UE) n. 806/2014 al fine di istituire un sistema europeo di assicurazione dei depositi, in particolare p. 3.1.1: «Il fatto che all'interno dell'unione bancaria l'assicurazione dei depositi resti di competenza puramente nazionale, fa sì che gli SGD nazionali restino vulnerabili agli shock locali di grande portata e che i bilanci degli Stati membri continuino a essere esposti ai rischi dei rispettivi settori bancari. Questa situazione ostacola la piena realizzazione degli effetti positivi del mercato interno e dell'unione bancaria e, potenzialmente, influisce negativamente sulla fiducia dei depositanti e sul diritto di stabilimento degli enti creditizi e dei depositanti» et p. 3.2: «Completando l'unione bancaria insieme alla vigilanza e alla risoluzione bancarie, l'EDIS permetterà sia di ridurre la vulnerabilità dei titolari di depositi bancari di fronte a shock locali di grande portata sia di attenuare ulteriormente il legame tra le banche e i loro emittenti sovrani nazionali. Inoltre, in un sistema in cui le responsabilità in materia di vigilanza bancaria e di risoluzione sono condivise, le circostanze in cui un SGD nazionale può essere utilizzato esulano già dal controllo nazionale. Sia la direttiva 2014/59/UE (direttiva sul risanamento e la risoluzione delle crisi bancarie - BRRD) sia il regolamento (UE) n. 806/2014 (regolamento sul meccanismo di risoluzione unico - SRMR) contengono disposizioni sulla possibilità di utilizzare i fondi degli SGD nelle risoluzioni. Pertanto, l'istituzione di un sistema comune anche per l'assicurazione dei depositi rappresenta il passo logico successivo verso il completamento dell'unione bancaria e permette di allineare meglio la responsabilità e il controllo». Tali motivazioni possono essere lette congiuntamente a quelle contenute nella contestuale COM(2015)587 al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. In particolare ex p. 4.1: «Nonostante i miglioramenti introdotti dalla direttiva del 2014, in assenza di un sistema comune di assicurazione dei depositi per l'Unione bancaria i titolari di depositi rimangono vulnerabili ai forti shock locali, che potrebbero mettere in grave difficoltà i sistemi nazionali di garanzia dei depositi. Al tempo stesso, nell'Unione bancaria non esistono condizioni di parità per i titolari di depositi e per le banche che cercano di attirarli. Le divergenze tra i sistemi nazionali di garanzia dei depositi possono inoltre contribuire alla frammentazione del mercato compromettendo la capacità e la volontà delle banche di ampliare le loro operazioni su base transfrontaliera. Questo potrebbe incidere, in particolare, sulla scelta della struttura del gruppo transfrontaliero (cioè filiali o controllate) da parte delle banche, che opterebbero per il sistema nazionale di garanzia dei depositi (filiale) o per quello ospitante (controllata) a seconda della solidità relativa dei due sistemi».

¹⁴⁷ Cfr. Gros D., 2015, *Completing the Banking Union: Deposit Insurance*, CEPS, Policy Brief n. 355: «Large banks active in several member states would represent a problem for any national resolution fund, but much less for national deposit insurance funds since any one of them would only have to pay out to make good on the losses suffered by resident depositors (provided the retail operations are organised via subsidiaries, rather than via branches). By contrast, resolution

il legame fra denaro pubblico e settore bancario¹⁴⁸, sebbene fosse stato da più parti rimarcato il fatto che la proposta sarebbe stata realmente appetibile, solo se accompagnata da una riduzione generalizzata del rischio sistemico all'interno dei Paesi più fragili sul versante bancario¹⁴⁹.

La proposta della Commissione prevedeva che i DGS cominciasse a mettere a fattor comune risorse crescenti, secondo una «progressione trifasica»¹⁵⁰, che sarebbe culminata nella creazione definitiva dello Schema Europeo di Tutela dei Depositi, il quale avrebbe svolto le funzioni alle quali sono ora chiamati gli schemi di garanzia nazionali.

La prima di queste tre fasi sarebbe dovuta essere quella della *ri-assicurazione*, la quale sarebbe stata operante negli anni compresi fra il 2016¹⁵¹ al 2019. Il modello della riassicurazione prevede una collaborazione fra l'EDIS e il DGS nazionale, in forma di finanziamenti limitati e inseriti in quello che è stato definito un «meccanismo a due linee»¹⁵² fra enti creditizi e DGS nazionali e fra questi ultimi e lo schema europeo. L'erogazione di eventuali contributi da parte dell'EDIS non avviene infatti in maniera diretta nei riguardi dei partecipanti allo schema nazionale, ma prende forma attraverso la necessaria mediazione di quest'ultimo, il quale agisce così in guisa di diaframma fra il livello europeo e quello nazionale.

funding is needed for the entire group. This is another reason why a single resolution fund is needed for large, internationally active banks, but not necessarily a single deposit insurance fund».

¹⁴⁸ *Ex multis* Wolff G.B., 2016, *Getting eurozone deposit insurance right promises benefits*, Bruegel, 5 Gennaio.

¹⁴⁹ Schoemaker D., 2015, *Firmer Foundations for a stronger European Banking Union*, Bruegel Working Paper, n. 13/2015.

¹⁵⁰ L'espressione è di Sciascia G., 2015, *Il Terzo Pilastro dell'Unione Bancaria: lo Schema Europeo di Assicurazione dei Depositi*, in «Commenti», IRPA.

¹⁵¹ Termine ora aggiornato a decorrere dal 2017. Cfr. Stuchlik A., 2016, *European Deposit Insurance Scheme - Completing the Banking Union*, Briefing, Servizio Studi del Parlamento Europeo.

¹⁵² Cfr. Gros D., 2012, *Principles of a two-tier European deposit (re-)insurance system*, articolo apparso su «Kredit und Kapital», n. 4/45, pp. 489-499.

Tale erogazione va poi distinta fra i due diversi presupposti, per cui il DGS nazionale si trovi a dover fronteggiare un «evento di pagamento» o a dover sostenere un «contributo ad una procedura di risoluzione»¹⁵³.

Nel primo caso, che corrisponde alla situazione in cui il DGS è incaricato di rimborsare i depositi garantiti, se si registra un ammanco di liquidità¹⁵⁴, si potrà accedere al finanziamento da parte dell'EDIS, presentando congiuntamente una stima dei contributi *ex post* che potranno essere raccolti nei tre giorni successivi e del livello ipotetico¹⁵⁵ dei mezzi finanziari disponibili, pari al 20% dell'ammanco suddetto ed entro comunque un massimale. Qualora invece il DGS si trovi a dover contribuire ad una risoluzione, poiché in questo caso non è prevista la contribuzione *ex post*, l'ammanco di liquidità¹⁵⁶ sarà calcolato sottraendo al contributo dovuto i soli mezzi finanziari disponibili.

Nella fase di ri-assicurazione è prevista anche la possibilità di finanziamento da parte dell'EDIS di un 20% dell'eccesso di perdita, che sussiste per gli eventi di pagamento se l'ammontare dei rimborsi effettuati supera la somma dei proventi della massa fallimentare e del livello ipotetico dei contributi *ex ante* ed *ex post*. Per essere semplici si verificherà un eccesso di perdita quando la liquidazione sarà andata «peggio del previsto». Nel caso di contributo a risoluzione l'eccesso di perdita si configura invece come la differenza fra il dovuto da parte del DGS e la

¹⁵³ Nella fase della ri-assicurazione, l'erogazione del contributo può avvenire solo se la risoluzione è avviata dal Comitato Unico di Risoluzione ai sensi degli Artt. 41-bis, p. 2 e 79 del testo emendato dalla proposta.

¹⁵⁴ Cfr. COM(2015)586 final, 5.2.1.1., pp. 10-11: «l'SGD partecipante [...] registra un ammanco di liquidità se l'importo dei depositi coperti dalla banca in dissesto è superiore al totale a) dell'ammontare dei mezzi finanziari disponibili che l'SGD partecipante dovrebbe ipoteticamente detenere, considerato l'iter di finanziamento di cui all'articolo 41 *undecies* [del Regolamento], e b) dell'ammontare dei contributi straordinari (*ex post*) che l'SGD partecipante può raccogliere entro tre giorni dal verificarsi dell'evento di pagamento».

¹⁵⁵ Sulle ragioni del livello ipotetico definito per via normativa cfr. *ibid.*: «L'uso del livello ipotetico di mezzi finanziari disponibili piuttosto che del livello effettivo serve a diminuire il potenziale incentivo per un SGD partecipante a non rispettare l'obbligo di raccogliere i contributi *ex ante* secondo un preciso iter di finanziamento». Nello stesso senso può essere letta la COM(2015)587, allorquando afferma che «Per limitare la responsabilità del Fondo europeo di assicurazione dei depositi, ridurre l'azzardo morale a livello nazionale e correggere le possibili divergenze fra i livelli di capitalizzazione degli SGD nazionali esistenti, nella fase di riassicurazione gli SGD nazionali potrebbero accedere al Fondo di assicurazione dei depositi solo una volta che gli Stati membri abbiano ottemperato pienamente agli obblighi prescritti dalla direttiva SGD e abbiamo esaurito tutte le loro risorse proprie, e a condizione di essersi conformati alla direttiva SGD».

¹⁵⁶ *ibid.*: «In un caso di risoluzione (articolo 41 ter, paragrafo 2), l'ammanco di liquidità corrisponde all'importo del contributo alla risoluzione dell'SGD partecipante, diminuito dell'importo dei mezzi finanziari disponibili che l'SGD partecipante dovrebbe ipoteticamente detenere».

somma dell'importo eventualmente rimborsato e dei mezzi finanziari disponibili. L'importo rimborsabile è quello che può far seguito ad una valutazione successiva, in cui si accerti che il contributo versato dal fondo di garanzia sarebbe dovuto essere inferiore a quello richiesto dall'autorità di risoluzione¹⁵⁷.

Alla fase della ri-assicurazione farebbe seguito, per quattro anni consecutivi, quella della co-assicurazione. In questo caso il meccanismo cambierebbe nel senso in cui anziché sostenere le carenze di liquidità o gli eccessi di perdita sostenuti dai DGS nazionali¹⁵⁸, l'EDIS contribuirebbe a finanziare gli eventi di pagamento e i contributi alle risoluzioni «sin dal primo euro»¹⁵⁹, secondo quote crescenti di anno in anno della misura di un 20% aggiuntivo. Inoltre gli interventi da parte dell'EDIS sul versante della risoluzione non si limiterebbero alle procedure avviate dal Comitato di Risoluzione Unico, ma si estenderebbero anche a quelle il cui impulso proviene dalle autorità di risoluzione nazionali.

Al termine della fase di co-assicurazione, i DGS nazionali saranno assicurati per il 100% degli eventi di pagamento o dei contributi a risoluzione da parte del Fondo di Garanzia Europeo, secondo l'identico meccanismo attivo nella fase precedente.

La costruzione di un'assicurazione totale per come sopra descritta prevedrebbe trasformazioni secondo due linee incrementalì. Da un lato anno per anno aumenterebbero le quote versate dagli enti creditizi, fino al raggiungimento di quella soglia obiettivo dello 0,8% dei depositi garantiti, pari nelle stime della Commissione per l'anno 2024 a 55 miliardi di Euro; dall'altro a partire dalla fase di co-assicurazione sarebbero via via più ampie le quote coperte dall'EDIS, sino al raggiungimento dell'assicurazione completa. Queste tappe possono facilmente essere esemplificate dalla figura sotto.

¹⁵⁷ A norma dell'Art. 75 della Direttiva 59/2014/UE, BRRD.

¹⁵⁸ Si parla nel caso della co-assicurazione di fabbisogno di liquidità e di perdita, giacché i DGS nazionali e l'EDIS in maniera indistinta sono chiamati, ciascuno secondo la percentuale di competenza, a far fronte agli eventi di pagamento e ai contributi a risoluzione. A stare alla proposta della Commissione. Il fabbisogno di liquidità sarà dunque pari negli eventi di pagamento al totale dei depositi ammessi a rimborso, nei contributi a quanto richiesto dalla autorità nazionale o dal Comitato di risoluzione. Per ciò che attiene invece alla perdita, questa nel primo sarà calcolata caso sottraendo i proventi della liquidazione quanto rimborsato, mentre nel secondo corrisponderà alla misura in cui il contributo abbia ecceduto quanto effettivamente necessario per la risoluzione.

¹⁵⁹ Così in COM(2015)586.

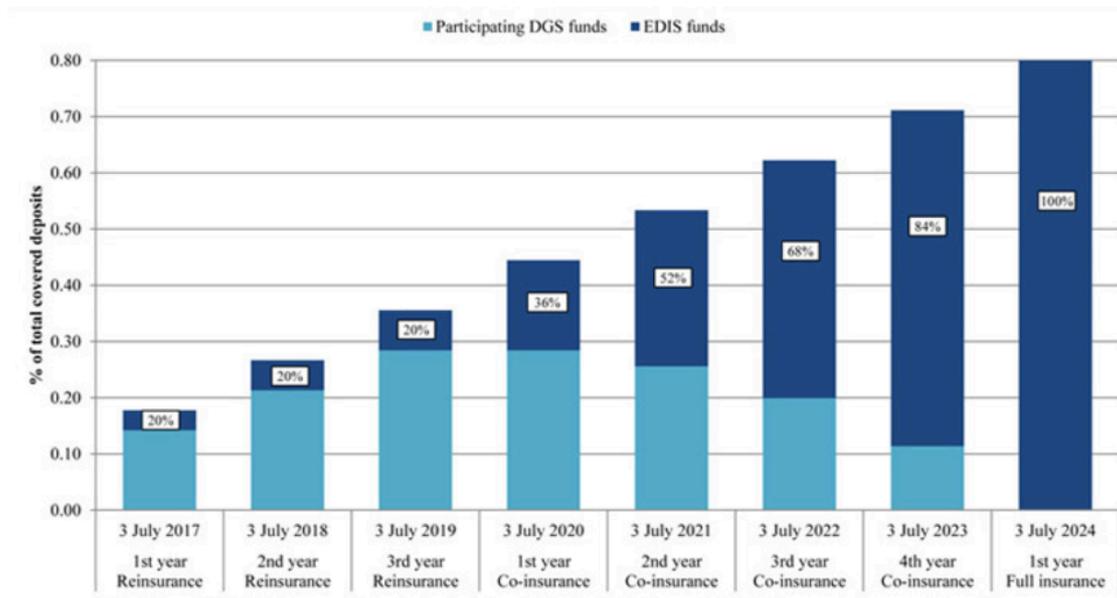


Figura 3: Evoluzione dei fondi a carico dell'EDIS a confronto rispetto a quella gravante sui DGS partecipanti
Fonte: Commissione Europea, *Policy in Focus: European Deposit Insurance Scheme*

Benché strutturato con tanta precisione in ogni sua parte, il progetto di EDIS non ha incontrato un'approvazione in tempi utili per l'inizio del suo funzionamento a partire dal 2016, come originariamente previsto e si trova tuttora in un limbo di incertezza dal quale non è chiaro che cosa scaturirà. Manifestazioni di contrarietà sono state fermamente avanzate da un gruppo di delegazioni nazionali - Germania in testa - già durante la riunione dell'ECOFIN in data 8 Dicembre 2015¹⁶⁰. L'argomento più consistente¹⁶¹ opposto dal Ministro delle Finanze tedesco

¹⁶⁰ Per una ricostruzione delle posizioni nel dibattito, Vd. AA.VV., 2016, *Sistema Europeo di Assicurazione dei Depositi e completamento dell'Unione Bancaria - Proposta di regolamento (COM(2015)586) e Comunicazione (COM(2015)587)*, Dossier per le Commissioni, Esame di Atti e Documenti dell'Unione Europea, Dossier Congiunto, Servizio Studi Senato della Repubblica, Dossier Europeo n. 18 et Ufficio Rapporti con l'Unione Europea Camera dei Deputati, n. 43, Roma, 29 Gennaio.

¹⁶¹ Gli altri due argomenti addotti possono essere considerati in chiave meramente strumentale. Il primo fa perno sulla separazione fra politica monetaria e politica di vigilanza. In questo senso la proposta della Commissione non sembra incidere in maniera sostanziale sul riparto di competenza fra gli organi deputati a tali funzioni, già chiaramente fissato ai sensi del Regolamento 2013/1024/UE. Più interessante è il secondo, fondato sulla base giuridica per l'adozione del Regolamento. La delegazione tedesca contesta la scelta da parte della Commissione dell'Art. 114 TFUE (ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione e il funzionamento del mercato interno), asserendo che l'opportuna base debba invece essere ravvisata nell'Art. 352 TFUE (azioni dell'Unione necessarie, nel quadro delle politiche definite dai trattati, per realizzare uno degli obiettivi di cui ai trattati senza che questi ultimi abbiano previsto i poteri di azione richiesti a tal fine). Parimenti si è dichiarata pronta a sollevare la questione di fronte alla Corte di Giustizia dell'Unione Europea, nel caso in cui il Regolamento sia adottato ai sensi dell'Art. 114. Si noti in ogni caso in proposito che la scelta del 352 richiederebbe un'approvazione all'unanimità, in luogo della maggioranza qualificata del 114, in sede di Consiglio, sicché l'opposizione della sola Germania si tramuterebbe così in un potere di veto insuperabile. Su questo secondo punto almeno la riunione del Consiglio Economia e Finanze sembra essersi risolta in favore del 114, dal momento che se il progetto continuerà il

Wolfgang Schäuble era quello per cui si sarebbero dovuti ridurre i rischi dei sistemi bancari nazionali, prima di poter passare alla discussione di qualsiasi forma di mutualizzazione. Il timore della controparte tedesca di dover addossare ai contributi versati dalle proprie banche il salvataggio di enti creditizi nel resto dell'Eurozona invero coglieva nel segno solo in parte, dal momento che la contribuzione *ex ante* al Fondo di Assicurazione dei Depositi (DIF)¹⁶² per ciascun istituto sarebbe stata calcolata, secondo i metodi di un'opportuna regolazione attuativa delegata alla Commissione e all'EBA, sulla base del proprio profilo di rischio, con riferimento al sistema bancario di appartenenza nella fase di riassicurazione e all'insieme dei Paesi partecipanti all'EDIS dalla coassicurazione in poi¹⁶³.

Nondimeno l'obiezione di Schäuble avrebbe trovato terreno fertile, cosicché quando si tornò a parlare di EDIS nell'ECOFIN dell'8 Marzo 2016, fu detto che la proposta stava passando al vaglio di un comitato *ad hoc*, il quale al tempo stesso si sarebbe occupato di esaminare la questione della riduzione dei rischi nei settori bancari dell'Area dell'Euro, così come richiesto nel Dicembre precedente dalla delegazione tedesca¹⁶⁴. In maniera più imperativa il 17 Giugno si affermò che condizione per l'avvio dei negoziati sarebbe stato il previo miglioramento dei rischi all'interno dei Paesi partecipanti¹⁶⁵. Il 25 Novembre la Presidenza informava

proprio iter «Le règlement proposé doit être adopté à la majorité qualifiée au Conseil, en accord avec le Parlement européen. (Base juridique: article 114 du traité sur le fonctionnement de l'Union européenne)» Cfr. Résultats de la Session du Conseil, 3435^e session du Conseil, Affaires économiques et financières, Bruxelles, 8 Dicembre 2015.

¹⁶² DIF sta per *Deposit Insurance Fund*.

¹⁶³ Art. 74 *quater*, p.2, cc. 1 e 2, Regolamento 806/2014/UE, se emendato dalla proposta della Commissione: «1. Durante il periodo di riassicurazione ciascun SGD partecipante calcola, in base all'importo totale determinato dal Comitato ai sensi del paragrafo 1, il contributo di ciascun ente creditizio a esso affiliato. Esso applica il metodo basato sul rischio stabilito dall'atto delegato a norma del paragrafo 5, secondo comma. 2. Dopo il periodo di riassicurazione, lo stesso Comitato calcola il contributo di ciascun ente creditizio affiliato a un SGD partecipante. Il Comitato applica il metodo basato sul rischio stabilito dall'atto delegato a norma del paragrafo 5, terzo comma».

¹⁶⁴ Cfr. Outcome of the Council Meeting, 3454th Council Meeting, Economic and Financial Affairs, Bruxelles, 8 Marzo 2016: «The ad hoc working group was established in January 2016 to examine all issues related to the strengthening of the banking union. It is currently examining: – a proposed third “pillar”, involving a European deposit insurance scheme; – measures outlined in a communication from the Commission, aimed at reducing risks in the banking sector». Le stesse parole si ritrovano anche nei resoconti della seduta successiva in data 25 Maggio 2016

¹⁶⁵ Cfr. Résultats de la Session du Conseil, 3475^e session du Conseil, Affaires économiques et financières, Luxembourg, 17 Giugno 2016: «Les négociations au niveau politique commenceront

le delegazioni sullo stato dei lavori per l'EDIS¹⁶⁶ e poneva in luce come fossero pervenute alcune proposte modificative da parte delle delegazioni stesse, fra le quali - visto probabilmente l'incalzare dei tempi - quello di saltare la fase di riassicurazione. Nemmeno su queste proposte è stato tuttavia registrato un consenso unanime e al momento l'EDIS non è ancora stato riscritto all'ordine del giorno di una riunione dell'ECOFIN. Al momento dopo sei riunioni¹⁶⁷ del comitato *ad hoc* la proposta sembra essersi arenata sulle misure di riduzione del rischio e non è dato sapere quando i lavori potranno riprendere; così come non è facile, se volessimo interrogarci sull'opposizione da parte di alcune delegazioni nazionali, capire quali siano le ragioni di un così ostinato rifiuto. In primo luogo andrebbe scartata l'idea per cui l'avversione al progetto di EDIS sia imputabile a rigurgiti sovranisti, perché se così fosse, allora ugualmente inaccettabile per gli attori a suo tempo sarebbero dovuti essere il Meccanismo Unico di Vigilanza e il Meccanismo Unico di Risoluzione, ben più invasivi delle prerogative prima spettanti in via esclusiva alle autorità nazionali.

Una spiegazione suggestiva è quella offerta da Daniel Gros, il quale ritiene che l'EDIS sia risultato più indigesto rispetto ai due altri pilastri, perché mentre con riguardo a questi ultimi l'obiettivo dichiarato era quello di tutelare la continuità delle funzioni dell'ente creditizio, lo schema comune di garanzia si sarebbe trovato ad agire in seguito al fallimento degli istituti e avrebbe quindi avuto a che fare piuttosto con le perdite¹⁶⁸. Questo - a detta dell'autore - avrebbe generato una repulsione quasi psicologica rispetto alla proposta della Commissione.

L'idea, benché originale, presenta tuttavia due limiti. Da un lato non tiene in debita considerazione il rapporto dei fondi di garanzia con le procedure di risoluzione, che per quanto abbiamo descritto sopra costituiscono una buona metà su carta (e

dès que de nouveaux progrès suffisants auront été accomplis en matière de mesures de réduction des risques».

¹⁶⁶ Cfr. Consiglio dell'Unione Europea, Interinstitutional File 2015/0270 (COD).

¹⁶⁷ *ivi*, § 4.

¹⁶⁸ Gros D., 2015, *Completing the Banking Union: Deposit Insurance*, CEPS, Policy Brief n. 355, p.2 «By contrast, a deposit insurance fund can only make losses, as it is used when a bank has failed and the losses are so large that depositors cannot get their money back. In short, a resolution fund invests in the future, whereas a deposit insurance fund pays for losses from the past».

probabilmente la quasi totalità quando si interverrà nel concreto) dei compiti cui sono chiamati i fondi suddetti.

Se poi per assurdo ragionassimo in termini di peso dei costi attesi, allora i primi due pilastri avrebbero avuto ancor meno probabilità di essere approvati, dal momento che in caso di risoluzione sarà chiamata a rispondere anche una vasta platea di risparmiatori-elettori.

In ogni caso un costo, in questo caso di entità ingente e ben concentrato, supponiamo possa aver agito da causa ostativa all'adozione della proposta dell'EDIS. La delegazione tedesca potrebbe infatti aver temuto, a seguito dei fatti recenti¹⁶⁹, che le proprie banche in fase di co-assicurazione avrebbero dovuto sopportare il peso di contributi piuttosto elevati, se pesati al rischio commisurato a quello dell'insieme dei Paesi che a suo tempo avevano dichiarato di voler partecipare all'EDIS, fra i quali non pochi erano quelli dotati di sistemi bancari solidissimi, che avrebbero quindi abbassato il rischio medio. Si tratta naturalmente soltanto di una supposizione, sulla quale saranno probabilmente gli sviluppi dell'immediato futuro a fare chiarezza.

Resta fermo tuttavia il fatto, per il quale la posizione tedesca potrebbe assumere maggiore forza, per cui i sistemi bancari di alcuni Paesi - fra cui anche l'Italia¹⁷⁰ - pur a fronte delle manovre di *Quantitative Easing*, detengono ancora una quota non trascurabile di titoli di Stato, i quali dal canto loro posseggono il pregio (che in certi casi può essere anche un difetto), di pesare soltanto marginalmente sul calcolo dei coefficienti patrimoniali. Eventuali future tensioni sui titoli sovrani

¹⁶⁹ Sul grado di rischio, tutto fuorché trascurabile in quel periodo, insito nel sistema bancario tedesco, vd. AA.VV., 2016, *Germany - Financial Sector Assessment Program: Stress Testing the Banking and Insurance Sectors - Technical Note*, Fondo Monetario Internazionale, Country Report n. 191/2016, Washington.

¹⁷⁰ Sul punto con sintesi estrema ma con adamantina chiarezza si esprime Messori M., 2017, *Il macigno nei bilanci delle banche*, articolo pubblicato su «La Repubblica», n. 21 Aprile. «Le ragioni che hanno spinto le banche italiane a seguire strategie diverse possono essere varie. Per esempio: la detenzione bancaria di titoli del debito pubblico permette la riduzione della liquidità, detenuta presso la Bce a tassi di interesse negativi, e non pesa sui requisiti patrimoniali. Inoltre, la maggior parte delle banche italiane si è probabilmente assicurata contro i rischi di futuri aumenti nei tassi di interesse e, dunque, di future riduzioni nei prezzi di mercato dei titoli pubblici. Resta il fatto che l'incidenza dei titoli del debito pubblico nazionale sull'attivo totale del settore bancario italiano si attesta, oggi, intorno al 10%. In Italia permangono perciò stretti legami fra sostenibilità del debito pubblico e detenzione dei relativi titoli da parte delle banche nazionali. Secondo le istituzioni europee, tali legami aumentano l'instabilità del nostro settore bancario e rendono più vulnerabile la gestione del bilancio pubblico di fronte ad accadimenti esogeni negativi. Il che ostacola il completamento dell'Unione bancaria e rischia di indebolire la posizione dell'Italia allorché, dopo le elezioni tedesche, si riavvierà il processo di rafforzamento dell'euro-area. È quindi urgente affrontare il problema.

potrebbero pertanto nuovamente riflettersi negativamente sui bilanci bancari, come negli anni della crisi del debito, sebbene in misura minore in quei Paesi - come la Germania appunto - che si sono dimostrati lesti nel «levare le castagne dal fuoco», quando un orientamento più morbido della Commissione in materia di aiuti di Stato alle banche lo permetteva. Dietro questa premessa tuttavia non si può accusare il Governo Tedesco di essere completamente nel torto, perché al di là delle manovre messe in piedi nel recente passato, potrebbero esistere le precondizioni per nuove asimmetrie fra Paesi «virtuosi» (ma in questo caso la virtù va si colora del senso che le avrebbe attribuito Machiavelli) e Paesi il cui sistema bancario detiene quote non trascurabili di debito pubblico.

II. L'HABITAT NORMATIVO DEL BAIL-IN

II.1. INTORNO ALLA BRRD; II.1.a. Il Contesto della BRRD: orchestre, formiche e comparse; II.1.b. Il versante preventivo; II.1.b.1. Piani di risanamento; II.1.b.2. Piani di risoluzione, II.1.b.3. Gli accordi di sostegno finanziario infragruppo; II.1.c. L'intervento precoce; II.1.d. La Risoluzione; II.1.d.1. Ragioni, obiettivi e presupposti, II.1.d.2. Principi della Risoluzione, II.1.d.3. Gli strumenti della risoluzione, II.1.d.3.a. La vendita delle attività, II.1.d.3.b. L'ente ponte, II.1.d.3.c. La separazione delle attività, II.1.d.4. Osservazioni conclusive sulle misure di risoluzione; II.1.e. Il sostegno pubblico straordinario, II.1.e.1. Gli interventi pubblici nella BRRD; II.1.e.2. L'intervento pubblico straordinario all'interno del Meccanismo Unico di Risoluzione; II.2. INTORNO AL SRM, II.2.a. Il Comitato di Risoluzione Unico, II.2.b. Il Fondo di Risoluzione Unico e il suo finanziamento - riscontri empirici.

Dopo aver affrontato succintamente la trattazione di due dei tre pilastri dell'Unione Bancaria, veniamo ora a parlare delle nuove norme in tema di risoluzione, all'interno delle quali è ricompreso anche lo strumento del *bail-in*. La trattazione si dividerà in due parti, l'una riguardante la direttiva BRRD, che ha introdotto regole uniformi di risoluzione in tutti i Paesi dell'Unione; l'altra afferente al Regolamento istitutivo del Meccanismo Unico di Risoluzione, che si applica in prima battuta, pur fondandosi sul sostrato della direttiva dianzi menzionata, alla sola Area dell'Euro, benché sia aperto in futuro a tutti gli Stati che vorranno prendervi parte. Per quanto attiene alle motivazioni di ordine generale che hanno condotto ad una innovazione così incisiva della «crisi della banca», possiamo ricondurci a quelle già illustrate nell'Introduzione e nel Capitolo I, sicché non pare necessario aggiungere altro su questo fronte. Ci soffermeremo piuttosto sugli obiettivi specifici, sui presupposti e sui principi alla base della normativa di risoluzione (e quindi anche del *bail-in*), in modo tale da poterli più agevolmente sottoporre al controllo delle osservazioni che condurremo nel capitolo seguente.

II.1. INTORNO ALLA BRRD

II.1.a. Il Contesto della BRRD: orchestre, formiche e comparse

I contenuti delle attuali regole in materia di crisi bancaria hanno per la verità qualche anno in più della Direttiva 2014/59/UE, ormai invalsa nell'uso corrente come Direttiva BRRD¹⁷¹, giacché si devono far risalire all'adozione da parte del *Financial Stability Board*¹⁷² nell'Ottobre del 2011 dei «*Key Attributes for Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*». Benché i *Key Attributes* siano uno strumento di *soft law*, essi hanno saputo ugualmente generare quella risposta di «adesione spontanea»¹⁷³, dovuta tanto al prestigio del consesso quanto alla formulazione a cui hanno contribuito i Governi e le Banche Centrali del G20¹⁷⁴. Si trattava in sostanza di regole sulle quali già in seno al FSB si era registrato il più ampio consenso delle autorità di settore, dovuto alle nuove lezioni apprese in fase di crisi. In sostanza dopo che *Lehman Brothers* aveva sonoramente avvisato tutti gli operatori dell'impossibilità di scommettere oltre sull'essere «troppo grandi per fallire», il nuovo imperativo era diventato quello di ridurre il più possibile l'impatto del fallimento di una SIFI (*Systematically Important Financial Institution*), attraverso una risoluzione ordinata, che possibilmente garantisse la continuità delle funzioni essenziali dell'ente¹⁷⁵.

¹⁷¹ *Bank Recovery and Resolution Directive*.

¹⁷² Ora aggiornati in FSB, 2014, *Key Attributes for Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, 15 Ottobre.

¹⁷³ Sul tema della capacità performativa della *soft law* vd. Boschetti B., 2016, *Soft Law e normatività. Un'analisi comparata*, in «Rivista della Regolazione dei Mercati», n. 2/2016, pp. 32-52; con riferimento invece alla sola dimensione «interna» europea Torchia L., *I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea*, Atti del Convegno per i sessanta anni della Rivista delle società su «Regole del mercato e mercato delle regole: Il diritto societario e il ruolo del legislatore», Venezia, 13-14 novembre 2015.

¹⁷⁴ In altre parole sarebbe ingenuo pensare ad un rapporto dialettico fra gli atti di *soft law* di organizzazioni internazionali, forum intergovernativi e reti di regolatori da un lato e disciplina interna dall'altro, dal momento che le autorità domestiche partecipano direttamente alla formulazione di tali testi, sui quali ordinariamente si decide a *consensus*. Come peraltro evidenzia Manuela Moschella «Il FSB è stato creato nel 2009 [al posto del FSF] con l'obiettivo di migliorare il coordinamento tra le autorità nazionali, gli *standard setting bodies* (SSBS) e le istituzioni finanziarie internazionali». Cfr. Moschella M., 2013, *Governare la Finanza Globale. Istituzioni, Processi Decisionali e Politiche Pubbliche*, Il Mulino, Bologna.

¹⁷⁵ Tale principio è chiaramente enunciato al considerando 5) della Direttiva 59/2014/UE, che così recita: «Occorre pertanto 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

Peraltro il diritto dell'Unione Europea non era completamente estraneo ad un'armonizzazione minima della disciplina in materia di risoluzione. Il tentativo più ambizioso era stato posto in essere dalla Direttiva 2001/24/CE¹⁷⁶, la cui portata minimalista era ancora intesa nell'ottica di conservazione delle peculiarità nazionali, soprattutto con riferimento alle regole concorsuali. Sulla scia del già richiamato principio dell'*Home Country Control*, l'unica autorità competente ad avviare la procedura di risoluzione era quella del Paese d'origine, sebbene la procedura una volta avviata - questa la grande novità del 2001 - diventasse pienamente efficace, senza bisogno di ulteriori adempimenti, in tutti gli Stati dell'Unione¹⁷⁷.

La Direttiva del 2014 segna invece un passo in avanti rispetto all'armonizzazione del 2001, su due distinti fronti. In primo luogo il campo di applicazione è decisamente più ampio rispetto a quello della Direttiva 2001/24/CE, la quale si applicava ai soli enti creditizi¹⁷⁸, giacché insieme a questi ricomprendono le imprese di investimento, le società di partecipazione finanziaria, le società di partecipazione finanziaria mista e, a certe condizioni, anche le succursali di enti

la continuità delle funzioni finanziarie ed economiche essenziali dell'ente, riducendo al minimo l'impatto del dissesto sull'economia e sul sistema finanziario».

¹⁷⁶ La Direttiva 2014/59/UE oltre a rifondere la direttiva in parola, modifica tuttavia anche le Direttive 82/891/CEE del Consiglio, del 17 dicembre 1982, relativa alle scissioni delle società per azioni; 2002/47/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 6 giugno 2002, relativa ai contratti di garanzia finanziaria; 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 concernente le offerte pubbliche di acquisto; 2005/56/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 ottobre 2005, relativa alle fusioni transfrontaliere delle società di capitali; 2007/36/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'11 luglio 2007, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate; 2011/35/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 5 aprile 2011, relativa alle fusioni delle società per azioni; 2012/30/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 ottobre 2012, sul coordinamento delle garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società di cui all'articolo 54, secondo paragrafo, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea, per tutelare gli interessi dei soci e dei terzi per quanto riguarda la costituzione della società per azioni, nonché la salvaguardia e le modificazioni del capitale sociale della stessa; 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento (la già citata direttiva del pacchetto CRD IV); nonché i Regolamenti n. 1093/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (vd. Cap.I); n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni.

¹⁷⁷ Sul punto Cfr. Boccuzzi G., 2015, *L'Unione Bancaria europea, Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, in «banca e Mercati», n. 128, Bancaria Editrice, Roma, p. 31.

¹⁷⁸ Direttiva 2004/24/CE, Art. 1, p.1, che a sua volta rimanda a Direttiva 2000/12/CE, Art. 1, punti 1) e 3).

ubicati fuori dall'Unione¹⁷⁹. Tale estensione riflette le preoccupazioni per la stabilità finanziaria, nell'ottica della già citata trasformazione del modello tipologico bancario, dal paradigma della banca pura a quella del gruppo polifunzionale, per altro sempre più in diretta concorrenza con intermediari non bancari¹⁸⁰.

Il cambio di registro più marcato deve tuttavia rilevarsi sul fronte sostanziale, poiché dalle variazioni nazionali sul tema, improntate al basso continuo di norme soprattutto procedurali, si passa al gran concerto - per usare una metafora - di un'orchestra unica, in cui enti creditizi, autorità nazionali ed europee intonano ciascuna la propria parte, sulla base di un comune spartito. La melodia che emerge dalla Direttiva 59 del 2014 riecheggia di una parola soprattutto: prevenzione! Le costose cure pubbliche, approvate dalla Commissione in misura pari a 4.500 miliardi di Euro¹⁸¹, hanno viepiù convinto tanto i Governi quanto le istituzioni europee che fosse necessario far ricadere il peso delle difficoltà di un ente prima di tutto sull'ente stesso, costringendolo peraltro ad elaborare le proprie strategie di salvezza, prima ancora che le difficoltà emergano. Non si tratta certo di una trasformazione di poco momento, se si considera che in qualche modo viene a completare (quand'anche non a superare¹⁸²) dell'impianto del pacchetto CRDIV/CRR, il cui intento era quello di fissare precisi e consistenti requisiti di capitale, in modo tale da ridurre la probabilità che un ente andasse incontro ad una situazione turbolenta. Come tuttavia suonerà familiare a chi è avvezzo a

¹⁷⁹ Direttiva 2014/59/UE, Art. 1, p.1

¹⁸⁰ Cfr. Considerando 11) Direttiva 59/2014/UE: «In un'ottica di coerenza con la legislazione vigente nell'Unione in materia di servizi finanziari e al fine di garantire la stabilità finanziaria al più alto livello possibile nell'intera gamma di enti, il regime di risoluzione dovrebbe applicarsi agli enti soggetti ai requisiti prudenziali previsti dal regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio e dalla direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio. [...] La crisi ha dimostrato che l'insolvenza di un'entità affiliata a un gruppo può influire rapidamente sulla solvibilità dell'intero gruppo e comportare quindi implicazioni sistemiche. Le autorità dovrebbero pertanto disporre di mezzi di intervento efficaci nei confronti di tali entità, al fine di impedire il contagio e produrre un regime di risoluzione coerente per il gruppo nel suo complesso, in quanto l'insolvenza di un'entità affiliata a un gruppo potrebbe incidere rapidamente sulla solvibilità dell'intero gruppo».

¹⁸¹ Questo e altri dati sono riportati in Commissione Europea, 2012, *Gestione delle crisi: nuove misure per evitare di dover ricorrere al salvataggio delle banche*, Comunicato Stampa, Bruxelles, 6 giugno.

¹⁸² Fermo restando che la Direttiva BRRD in maniera reiterata fa riferimento alla Direttiva CRDIV e al Regolamento CRR, sicché se di superamento si vuole parlare deve intendersi un cambiamento di spirito, non già di impostazione.

ragionare in termini probabilistici, per tanto che un rischio sia ridotto (e certo non si dubita né si discute sulla bontà di tale pratica), non sarà mai possibile ridurlo del tutto fino a farlo scomparire. Dunque per quanto elevati e severi possano essere i requisiti e per quanto «sana e prudente»¹⁸³ sia la gestione di un ente, non si potrà mai scongiurare l'eventualità, anche per ragioni non preventivamente individuabili, che l'ente in questione vada incontro ad una situazione di crisi e in vista di detta evenienza di concerto con l'autorità competente dovrà elaborare opportune vie d'uscita.

Anche allorquando il timore sia ormai ineluttabile certezza, si proverà in ogni caso a procedere con una risoluzione ordinata, in modo da evitare - per quanto possibile - la liquidazione dell'ente, ma soprattutto a chiudere la fase di crisi senza coinvolgimento delle finanze pubbliche¹⁸⁴. In sostanza in caso di crisi importa fino ad un certo punto se l'ente creditizio si sia comportato effettivamente da prudente formica o se sia stato invece una cicala spensierata (questo riguarderà piuttosto la magistratura penale), ma ai fini della normativa di risoluzione quello che più preme è che la favola abbia un lieto fine e che se proprio lo Stato non possa essere escluso fra i personaggi, si limiti ad un modesto ruolo di comparsa, sotto la scrupolosa regia della Commissione Europea.

Dietro questa chiave interpretativa possiamo quindi concentrare l'analisi dei contenuti della BRRD in due parti. La prima comprende tutti quegli strumenti atti ad arrivare preparati al rischio di una crisi dell'ente, la seconda abbraccia invece il ricco strumentario predisposto per la risoluzione.

¹⁸³ Quello della sana e prudente è un principio oggi riconosciuto dal Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (Art. 5, c.1, TUB - Sul punto vd. Costa C., a cura di, 2013, *Commento al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Giappichelli, Torino), ma la sua matrice va individuata nel diritto europeo e in particolare nell'Art. 5 della già richiamata Seconda Direttiva Banche 89/646/CEE, che al c.2 dell'Art. 5 così recita: «Le autorità competenti rifiutano l'autorizzazione se, per tener conto della necessità di garantire una gestione sana e prudente dell'ente creditizio, esse non sono soddisfatte della qualità di detti azionisti o soci». Una disposizione di egual tenore informa lo spirito generale della Direttiva 2013/36/UE, CRD IV. Il considerando 49) si apre con la dichiarazione per cui «Gli Stati membri dovrebbero poter rifiutare o revocare l'autorizzazione di un ente creditizio in caso di strutture di gruppo considerate inadeguate all'esercizio delle attività bancarie perché tali strutture non possono essere oggetto di una vigilanza efficace. Le autorità competenti dovrebbero disporre a tal riguardo dei necessari poteri al fine di garantire una gestione sana e prudente degli enti creditizi».

¹⁸⁴ Questo vale almeno per gli effetti diretti dell'internalizzazione dei costi di risoluzione, ma potrebbe ugualmente non rivelarsi vero se nell'analisi si includono i costi indiretti legati ad una crisi bancaria. Si rimanda in ogni caso al capitolo III per una trattazione più puntuale.

II.1.b. Il versante preventivo

«Vegliate dunque, perché non sapete né il giorno né l'ora»¹⁸⁵. Questo è in buona approssimazione lo spirito che informa la prima parte della Direttiva, che non a caso rubrica il Titolo II come «Preparazione». Prepararsi significa essere pronti a reagire a qualsiasi evenienza con efficacia e possibilmente in maniera efficiente. Che cosa significa tuttavia essere pronti nel nostro contesto? La pronta reazione della BRRD si compone di quattro elementi, che corrispondono alla formulazione di piani di risanamento e di risoluzione, alla rimozione di eventuali ostacoli che possano frapporsi al buon esito delle due procedure, ma anche alla previsione di accordi di sostegno finanziario fra gli appartenenti allo stesso gruppo. Se invece ci spostiamo un poco più in là nel tempo, quando ormai la crisi si è fatta decisamente più probabile, intervengono allora le previsioni del Titolo III¹⁸⁶, riguardanti l'attuazione di un «intervento precoce» (*early intervention*), utile ad evitare l'aggravarsi della crisi. Passiamo dunque brevemente in rassegna il versante preventivo.

II.1.b.1. Piani di risanamento

Le prime disposizioni sostantive della BRRD sono quelle relative alla cosiddetta «pianificazione del risanamento»¹⁸⁷. Se ci fermiamo ai piani di risanamento siamo allora ancora molto vicini all'impianto della sana e prudente gestione, rimarcato dai requisiti imposti dal pacchetto CRD IV, dal momento che naturalmente un buon grado di capitalizzazione può aiutare ad evitare il sopraggiungere di una situazione di crisi. Quando è allora che si attivano le previsioni del piano di risanamento se la crisi non è ancora sopraggiunta? Si attivano in presenza di presupposti diversi da quelli che giustificano un'azione di risoluzione, ovvero nel

¹⁸⁵ Mt 25, 13

¹⁸⁶ Al Titolo III della Direttiva e al Titolo II, ma non per la parte relativa ai piani di risoluzione, è stata data attuazione con D.Lgs. 181/2015, il quale ha modificato il D.Lgs. 385/1993 (TUB), inserendo gli articoli da 69-*bis* a 69-*vicies-bis*.

¹⁸⁷ Sezione 2, Titolo II, Direttiva 59/2014/UE. Sul punto cfr. Stanghellini L., 2016, *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, articolo apparso su «Analisi Giuridica dell'Economia», Fascicolo 2/2016, pp. 567 - 579, in particolare p. 569.

palesarsi di un deterioramento significativo¹⁸⁸ della situazione finanziaria, secondo la triplice dimensione del patrimonio, della liquidità o della redditività.

Sono sottoposti all'obbligo di redazione di un piano di risanamento tutti gli enti già descritti con riferimento all'ambito di applicazione della direttiva, a meno che questi non siano parte di un gruppo sottoposto a vigilanza consolidata¹⁸⁹. Non si tratta invero di un'esclusione, ma semplicemente di una forma di razionalizzazione. Poiché i piani di risanamento devono essere adottati in stretta collaborazione¹⁹⁰ con le competenti autorità di risoluzione. Per questo motivo è ragionevole - ma lo stesso vale appunto per la vigilanza - che quando un gruppo ricomprenda più società figlie operanti in diversi Paesi, il piano sia redatto a livello di gruppo più che dei singoli enti¹⁹¹.

Tali piani devono essere sottoposti ad aggiornamento almeno una volta all'anno o comunque in tutte quelle situazioni in cui intervengano cambiamenti sostanziali nell'ente, soprattutto con riguardo alla struttura organizzativa, alla situazione finanziaria o all'attività¹⁹². Una volta redatto il piano, questo va sottoposto all'autorità competente, la quale lo valuta soprattutto con riferimento a due piani: la sostenibilità economica dell'ente e la ragionevole probabilità che le azioni descritte nel piano possano essere attuate in maniera rapida ed efficace¹⁹³. A questo punto l'autorità competente trasmetterà il piano all'autorità di risoluzione, la quale potrà, se del caso, richiedere modifiche nel termine di due mesi, prorogabili a tre.

¹⁸⁸ Cfr. considerando 29), Direttiva 59/2014/UE: «È essenziale che gli enti redigano e aggiornino periodicamente piani di risanamento che indichino le misure che saranno tenute a prendere per ripristinare la loro situazione finanziaria a seguito di un deterioramento significativo».

¹⁸⁹ Direttiva 59/2014/UE, Art. 5, p.1. Per la definizione di vigilanza consolidata si vedano invece gli Artt. 111 e 112 della Direttiva 36/2013/UE. In ambito interno invece la vigilanza consolidata si ritrova al Capo II del Titolo III del D.Lgs. 385/1993.

¹⁹⁰ Il rapporto di stretta collaborazione vale in realtà per ogni momento della sequenza, dalla pianificazione-preparazione fino alla risoluzione vera e propria, come rimarcato dal p.4 dell'Art. 3, che così recita: «Gli Stati membri prevedono l'obbligo che le autorità che esercitano le funzioni di vigilanza e di risoluzione e le persone che esercitano tali funzioni per conto delle medesime autorità collaborino strettamente nella preparazione, pianificazione e applicazione delle decisioni di risoluzione».

¹⁹¹ Nell'ambito della BRRD la previsione acquista peraltro maggiore senso, proprio in virtù degli accordi di sostegno finanziario. Vd. infra II.1.b.3.

¹⁹² Direttiva 59/2014/UE, Art. 5, p.2.

¹⁹³ Direttiva 59/2014/UE, Art. 6, p.2.

Per i piani di risanamento di gruppo l'impostazione è la stessa¹⁹⁴, sebbene aggravata dal concorso di diversi soggetti, per via del suo peculiare assetto organizzativo¹⁹⁵. In questo caso il piano va presentato sia all'autorità di vigilanza su base consolidata sia alle autorità dei Paesi dove sono stabilite le imprese figlie. Allo stesso modo il piano deve contenere tutte le possibili azioni da attuare, sia a livello dell'impresa madre che delle filiazioni, sebbene resta ferma la possibilità per le autorità di richiedere ulteriori piani individuali a queste ultime¹⁹⁶. Tale piano passerà infine all'autorità di risoluzione sia a livello di gruppo che a livello delle imprese figlie. In questo caso i tempi della valutazioni sono più lunghi e quantificati in quattro mesi¹⁹⁷, poiché la decisione dovrà essere presa con il concorso dell'autorità su base consolidata e delle autorità competenti per le filiazioni, passando attraverso i collegi di vigilanza¹⁹⁸. Qualora allo spirare del termine predetto, le autorità non siano giunte ad una soluzione univoca, è prevista una conciliazione ad opera dell'EBA, la quale dovrebbe addivenire ad una decisione nel giro di un mese.

Questo è il quadro generale dei piani di risanamento previsto all'interno della Direttiva BRRD, nondimeno essa non esaurisce in maniera completa la disciplina dei piani. Mentre infatti la normativa nazionale replica in maniera puntuale le previsioni della direttiva¹⁹⁹, permane uno spazio all'EBA - sia per orientamenti che per la proposta di norme tecniche da presentare alla Commissione - e alle autorità nazionali. In particolare l'EBA ha adottato i propri orientamenti²⁰⁰ per indicare i

¹⁹⁴ Quanto ai contenuti debbono ovviamente aggiungersi gli accordi di sostegno finanziario infra-gruppo, i quali costituiscono proprio una delle strategie di prevenzioni. Cfr. l'Art. 7, p. 5 della Direttiva.

¹⁹⁵ Sul punto Cfr. Giglio V., 2016, *Come saranno affrontate le difficoltà delle banche nell'Unione Bancaria?*, articolo apparso su «Mercato Concorrenza Regole», n. 2/2016, pp. 373 - 385, in particolare p. 375: «Il nuovo quadro tiene inoltre conto della dimensione internazionale delle banche al fine di colmare le lacune emerse durante la crisi che avevano anche determinato azioni non coordinate tra le diverse autorità nazionali».

¹⁹⁶ Direttiva 59/2014/UE, Art. 7.

¹⁹⁷ Direttiva 59/2014/UE, Art. 8.

¹⁹⁸ Istituiti ai sensi dell'Art. 116 della Direttiva 2013/36/UE.

¹⁹⁹ Cfr. D.Lgs. 385/1993, Capo 01-I.

²⁰⁰ EBA, Orientamenti sull'elenco minimo degli indicatori qualitativi e quantitativi dei piani di risanamento, GL/2015/02.

criteri in base ai quali le autorità competenti valuteranno i piani. Le autorità competenti e le autorità di risoluzione spetta invece il compito di stabilire i contenuti dei piani e le scadenze per la consegna e la revisione. In particolare - ed è questo segnale di grande attenzione al dato reale - a loro compete prevedere obblighi in forma semplificata per gli enti di minori dimensioni²⁰¹. Le previsioni della direttiva si applicano invece direttamente (o all'inverso si può dire che non siano previste esenzioni) per tutti quegli enti le cui attività siano superiori ai trenta miliardi o le cui attività se inferiori, ma comunque maggiori o uguali a cinque miliardi, eguagliano almeno il 20% del PIL del Paese di stabilimento.

II.b.1.2. Piani di risoluzione

Benché diretti al medesimo scopo di internalizzare il superamento di un momento di difficoltà dell'ente senza che siano impiegate le finanze pubbliche, i piani di risoluzione si differenziano da quelli di risanamento per diversi aspetti. A differenza del modello primigenio sorto negli Stati Uniti²⁰², i piani di risoluzione non sono predisposti dall'ente creditizio, bensì dall'autorità di risoluzione, che li elabora sentita l'autorità di vigilanza ed eventualmente le autorità di risoluzione dei Paesi dove l'ente ha aperto delle succursali²⁰³. Naturalmente tuttavia le autorità possono giovare del contributo degli enti dei quali redigono i piani, soprattutto al fine di ottenere le informazioni pertinenti, necessarie a predisporre azioni efficaci²⁰⁴.

Con riferimento ai gruppi, differentemente da quanto avviene per i piani di risanamento, non viene redatto un solo piano di risoluzione, ma di concerto con le autorità di risoluzione preposte alle imprese figlie e anche a quelle di Paesi dove siano ubicate succursali, se di rilevanti dimensioni, l'autorità di risoluzione

²⁰¹ Direttiva 2014/59/UE, Art. 4. Per approfondimenti vd. Sciascia G., 2015, *Unione Bancaria - La revisione quasi giurisdizionale delle decisioni in materia di supervisione e risoluzione*, articolo apparso su «Banca Impresa Società», n. 3/2015.

²⁰² Il piano di risoluzione è previsto alla Sezione 165(d) del Dodd Frank Act. In questo contesto i piani sono redatti dagli stessi intermediari e le informazioni ivi contenute per la gran parte non sono soggette a segreto. In chiave comparata e al tempo stesso critica si veda Weber R.F., 2012, *Structural Regulation as Antidote to Complexity Capture*, in «American Business Law Journal», n. 49/2012, pp. 643 e ss.

²⁰³ Direttiva 2014/59/UE, Art. 10.

²⁰⁴ *Ivi*, Art. 11.

competente a livello di gruppo redige un piano sia per l'impresa madre che per tutte le imprese figlie²⁰⁵. Poiché per i piani di risoluzione il documento è elaborato dalle autorità di risoluzione sulla base delle informazioni che riceve da parte degli enti creditizi, la direttiva mette in piedi una procedura particolare per la trasmissione delle informazioni alle autorità²⁰⁶, all'evidente scopo di razionalizzazione, che potremmo definire «dei due vertici»²⁰⁷. Il punto di contatto fra la sfera privata e quella pubblica avviene infatti per tramite dell'impresa madre e dell'autorità di risoluzione competente per il gruppo. A questi due organismi virtualmente «di vertice» spetterà quindi rispettivamente di raccogliere tutte le informazioni necessarie dalle imprese figlie e di trasmettere tali informazioni alle altre autorità di risoluzione, impegnate nella redazione, ma anche all'EBA, per le aree di sua competenza. L'Autorità Bancaria infatti - ed è questo invece un punto di somiglianza con i piani di risanamento - è chiamata a completare la disciplina della Direttiva con norme tecniche e a fungere da autorità di mediazione²⁰⁸. I piani di risoluzione inoltre, al pari di quelli di risanamento, sono soggetti all'obbligo di revisione ordinario allo spirare di un anno e a quello straordinario imposto da cambiamenti significativi nell'assetto finanziario o organizzativo dell'ente in questione. Infine in maniera del tutto simmetrica la disciplina della normativa si applica ai soli enti già individuati per i piani di risanamento²⁰⁹.

L'elemento chiave²¹⁰ che i piani di risoluzione sono chiamati a considerare sia per i singoli enti che per l'intero gruppo è la «risolvibilità»²¹¹ (*resolvability*), nella

²⁰⁵ Direttiva 2014/59/UE, Art. 12.

²⁰⁶ *Ivi*, Art. 13.

²⁰⁷ Già risalente dottrina tuttavia, con riferimento al diritto interno, per il ruolo della capogruppo parlava di una «cinghia di trasmissione» delle istruzioni dell'autorità di vigilanza verso le imprese figlie (Antonucci A., 2012, *Il Diritto delle Banche*, V Edizione, Giuffrè, Milano p.151). Nel nuovo contesto appare tuttavia preferibile la nostra dizione dei due vertici, dal momento che non si ha una pluralità di soggetti soltanto dal lato dell'impresa bancaria, ma anche da quello dell'autorità pubblica.

²⁰⁸ Direttiva 2014/59/UE, Art. 13, p. 4.

²⁰⁹ L'Art. 4 che li individua si trova infatti a monte della disciplina dei due tipi di piano e contiene gran parte delle caratteristiche comuni ai due, laddove queste non siano ripetute con le opportune variazioni nelle disposizioni relative a ciascuna parte.

²¹⁰ Più nel dettaglio il piano ricomprende la modalità e la tempistica con cui un ente può ricorrere ai meccanismi della banca centrale e quali attività possa porre in garanzia (Art. 10, p. 4) e tutti i contenuti individuati dal p. 7 dell'Art. 10: «a) una sintesi degli elementi fondamentali del piano; b) una sintesi dei cambiamenti sostanziali intervenuti nell'ente dall'ultima predisposizione delle informazioni sulla risoluzione; c) la dimostrazione di come le funzioni essenziali e le linee di business principali possano essere separate dalle altre funzioni, sul piano giuridico ed economico, nella misura necessaria, in modo da garantire la continuità in caso di dissesto dell'ente; d) stima dei tempi necessari per l'esecuzione di ciascun aspetto sostanziale del piano; e) descrizione particolareggiata della valutazione della possibilità di risoluzione [...]; f) una descrizione delle misure necessarie [...] per affrontare o rimuovere gli impedimenti alla possibilità di risoluzione individuati a seguito della valutazione [...]; g) una descrizione delle procedure per determinare il valore e la commerciabilità delle funzioni essenziali, linee di business principali e attività dell'ente; h) una descrizione particolareggiata dei dispositivi atti a garantire che le informazioni richieste [agli enti] siano aggiornate e a disposizione delle

versione italiana tradotta come «possibilità di risoluzione»²¹², intesa dalla direttiva come quella situazione per cui «all'autorità di risoluzione risulta fattibile e credibile liquidare l'ente con procedura ordinaria di insolvenza oppure risolverne la crisi applicando all'ente i vari strumenti di risoluzione ed esercitando nei suoi confronti i diversi poteri di risoluzione, evitando il più possibile qualsiasi effetto negativo significativo, comprese situazioni di instabilità finanziaria più ampia o di eventi a livello sistemico, sul sistema finanziario dello Stato membro in cui l'ente è stabilito o di altri Stati membri dell'Unione e nella prospettiva di assicurare la continuità delle funzioni essenziali svolte dall'ente»²¹³.

Si noti di passaggio come, stante questa definizione di risolvibilità, non si debba intendere la valutazione ai sensi degli articoli 15 e 16 della Direttiva, da parte delle autorità competenti come diretta ad accertare la possibilità di avviare un'azione di risoluzione, prevista dalla seconda parte della direttiva. Dal momento che si parla anche di «procedura ordinaria di insolvenza», la *resolvability* deve essere ascritta a quel significato più ampio di *resolution*²¹⁴, che non ricomprende soltanto in termini

autorità di risoluzione in qualsiasi momento; i) una spiegazione da parte delle autorità di risoluzione per precisare le modalità che permettono il finanziamento delle opzioni di risoluzione senza presupporre alcuno degli interventi seguenti; i) sostegno finanziario pubblico straordinario oltre all'impiego dei meccanismi di finanziamento [...]; ii) assistenza di liquidità di emergenza fornita da una banca centrale; o iii) assistenza di liquidità da parte di una banca centrale fornita con costituzione delle garanzie, durata e tasso di interesse non standard. j) una descrizione particolareggiata delle diverse strategie di risoluzione che si potrebbero applicare nei vari scenari possibili e le tempistiche applicabili; k) una descrizione delle interdipendenze critiche; l) una descrizione delle opzioni praticabili per mantenere l'accesso ai pagamenti, ai servizi di compensazione e ad altre infrastrutture e una valutazione della portabilità delle posizioni dei clienti; m) un'analisi dell'impatto del piano sui dipendenti dell'ente, compresa una stima dei costi associati e una descrizione delle previste procedure di consultazione del personale durante il processo di risoluzione, tenendo conto se del caso dei sistemi nazionali di dialogo con le parti sociali; n) il piano di comunicazione con i media e con il pubblico; o) il requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili [...]; e una scadenza per il raggiungimento di tale livello, ove d'applicazione; p) ove applicabile, il requisito minimo di fondi propri e di strumenti di bail-in contrattuale [...]; e una scadenza per il raggiungimento di tale livello; q) una descrizione delle operazioni e dei sistemi essenziali per assicurare la continuità del funzionamento dei processi operativi dell'ente; r) ove applicabile, qualsiasi parere espresso dall'ente in merito al piano di risoluzione. Per quanto attiene invece ai gruppi il piano, oltre a contenere gli elementi predetti, ai sensi del p. 3 dell'Art. 12: a) espone le azioni di risoluzione da avviare riguardo alle entità del gruppo, sia mediante azioni di risoluzione nei confronti [...] dell'impresa madre e degli enti filiazioni, sia mediante azioni coordinate di risoluzione nei confronti degli enti filiazioni [...]; b) esamina in che misura gli strumenti e poteri di risoluzione possono essere applicati ed esercitati in maniera coordinata nei confronti delle entità del gruppo stabilite nell'Unione, ivi comprese le misure volte ad agevolare l'acquisto, da parte di un terzo, del gruppo nel suo complesso o di linee di business separate o di attività svolte da una serie di entità del gruppo o da determinate entità del gruppo, e individua i potenziali ostacoli a una risoluzione coordinata; c) nel caso di un gruppo che comprende entità significative costituite in paesi terzi, definisce opportune intese per la cooperazione e il coordinamento con le autorità pertinenti di tali paesi terzi e le implicazioni della risoluzione nell'Unione; d) indica le misure, tra cui la separazione giuridica ed economica di particolari funzioni o linee di business, necessarie per agevolare la risoluzione di gruppo quando ne sono soddisfatte le condizioni; e) definisce eventuali interventi supplementari, non indicati nella presente direttiva, che l'autorità di risoluzione a livello di gruppo intende adottare per la risoluzione di gruppo; f) indica le modalità di finanziamento delle azioni di risoluzione di gruppo e, qualora siano necessari interventi di finanziamento, espone principi per la ripartizione della responsabilità del finanziamento tra fonti presenti in diversi Stati membri. Il piano non presuppone alcuno dei seguenti interventi: i) sostegno finanziario pubblico straordinario oltre all'impiego dei meccanismi di finanziamento [...]; ii) assistenza di liquidità di emergenza della banca centrale; oppure iii) assistenza di liquidità da parte di una banca centrale fornita con costituzione delle garanzie, durata e tasso di interesse non standard.

²¹¹ Sul concetto di risolvibilità vd. Schoenmaker D., 2016, *The impact of the legal and operational structures of euro-area banks on their resolvability*, Bruegel Institute, Policy Contribution Issue, n. 23; Mišková M. et Országhová L., 2015, *MREL: Gone Concern Loss Absorbing Capacity*, Narodna Banka Slovenska, Biatic, n.3, anno 23, pp. 18-25; Binder J.H., 2014, *Resolution planning and structural bank reform within the banking union*, SAFE Working Paper, n. 81.

²¹² Risolvibilità probabilmente sarebbe suonato troppo vicino al concetto di solvibilità. Si noti come in lingua inglese questo problema non potesse essere avvertito, dal momento che solvibilità si traduce come *solvency*.

²¹³ Direttiva 2014/59/UE, Art. 15, p. 1, c. 2.

²¹⁴ Il punto è stato sollevato anche in Stanghellini L., 2014, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in atti del convegno «Dal Testo Unico Bancario all'Unione Bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri», Banca d'Italia, Quaderni di ricerca giuridica», n. 75, pp. 148-176.

meramente procedurali l'azione di risoluzione con il suo particolare strumentario descritto al Capo I del Titolo IV della direttiva in esame²¹⁵. Si deve piuttosto attribuire al termine *resolution* (e di rimando a quello di *resolvability*) il significato di condizione ideale in cui una crisi bancaria si conclude, garantendo gli effetti descritti dal p.1 dell'Art. 31 della Direttiva, ovvero la continuità delle funzioni fondamentali, la preservazione della stabilità finanziaria, la salvaguardia delle finanze pubbliche e la tutela dei valori.

Le autorità saranno quindi chiamate a valutare se in base agli effetti che realisticamente potrebbero produrre i piani, gli obiettivi sopra menzionati possano essere perseguiti efficacemente, sia attraverso un'azione di risoluzione che per tramite delle procedure di liquidazione ordinaria appunto.

Che cosa accade invece se l'autorità ritiene che i fini della risoluzione non siano adeguatamente coperti dai piani, a stare alle informazioni che provengono dall'ente o dal gruppo? Per quanto riguarda l'ente, l'autorità di risoluzione deve notificare a questo di aver rilevato degli ostacoli alla risoluzione. L'ente allora nel termine di quattro mesi deve proporre all'autorità «misure volte ad affrontare o rimuovere i rilevanti impedimenti individuati nella notifica»²¹⁶. Se le misure proposte dall'ente non soddisfano l'autorità di risoluzione, questa ne propone altre all'ente, chiarendo i motivi del perché le ritenga più idonee e comunque

²¹⁵ Le due accezioni del termine risoluzione convivono in realtà a stretto contatto nella direttiva. La questione della definizione del termine *resolution* è forse la nota dolente dell'intera direttiva. L'uso promiscuo di un termine con un significato ambivalente, potrebbe far correre il rischio di interpretazioni non coincidenti di una stessa disposizione. Si consideri ad esempio il p.5 dell'Art. 32 sulle condizioni per l'avvio di un'azione di risoluzione. Tale punto si esprime nei termini seguenti: «Ai fini del presente articolo [...], l'azione di risoluzione 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». Il disposto lascia intendere che gli obiettivi della risoluzione, e quindi la risoluzione in sé e per sé, siano cosa distinta dall'azione di risoluzione. La condizione sarebbe altrimenti ricorsiva ed equivarrebbe alla seguente ragionamento: $A \rightarrow B$ et $B: [b_1, b_2, \dots, b_n]$. Condizione per attivare A è che A produca per esempio l'effetto b_2 . Poiché tuttavia A coincide con A, allora A dovrebbe attivarsi sempre. Se così fosse il disposto non avrebbe alcun valore precettivo, perché non sarebbe altro che una tautologia pura. Non si può quindi che concludere che l'azione di risoluzione (diciamo C) sia cosa diversa dalla risoluzione in generale (A), definita come quella condizione capace di produrre una serie di effetti (continuità delle funzioni fondamentali, salvaguardia delle finanze pubbliche etc.), e che quindi l'azione di risoluzione sia attivabile se capace di riprodurre tale condizione. *De iure condendo* i codecisori europei dovrebbero impegnarsi a risolvere tale questione terminologica, magari coniato o prendendo a prestito un termine apposito per l'azione di risoluzione (reintegrazione, restaurazione, ristrutturazione).

²¹⁶ Direttiva 2014/59/UE, Art. 17, p. 3.

conformi al principio di proporzionalità²¹⁷. A titolo di esempio fra queste misure²¹⁸ rientrano il riesame degli accordi di finanziamento infragruppo, la limitazione delle esposizioni, lo spossessamento di specifiche attività, la limitazione di certe linee di business o ancora l'emissione di passività per l'applicazione del requisito minimo di passività ammissibili a procedura di bail-in (MREL)²¹⁹. L'ente a questo punto dovrà adattarsi alle richieste dell'autorità di risoluzione, adottando entro un mese un piano di conformità.

Per quanto riguarda i gruppi l'assetto è simile²²⁰, ma in luogo di una singola autorità di risoluzione, entreranno in gioco similmente alla redazione del piano di risanamento, l'autorità di risoluzione a livello di gruppo e quelle a livello di imprese figlie, coadiuvate, anziché da una singola autorità di vigilanza, dal collegio. Anche in questo caso è mantenuto l'approccio a due vertici, che fa salva la stessa procedura già descritta per gli enti, attraverso la mediazione della capogruppo per tutte le imprese figlie e dell'autorità di risoluzione a livello di gruppo per tutte le altre autorità.

La procedura sopra descritta potrebbe apparire *prima facie* piuttosto articolata, eppure può considerarsi il risultato che meglio coniuga la tempistica con la possibilità per l'ente o il gruppo di esprimere le proprie proposte. Inoltre potrebbe sembrare strano che all'autorità sia richiesta sia la redazione del piano che la valutazione sulla *resolvability*. Un'alternativa praticabile, ovvero quella di avviare la procedura con la redazione di un piano e la presentazione contestuale di proposte da parte dell'ente (che implica anche una valutazione interna sulla possibilità di risoluzione), difficilmente però si rivelerebbe più breve. L'autorità infatti dovrebbe congiuntamente valutare le proposte presentate dall'ente con riferimento al piano, valutare il piano stesso e, nel caso in cui questo non sia ritenuto idoneo allo scopo, rivalutare le proposte dell'ente alla luce delle modifiche al piano suggerite dall'autorità stessa. Si tratterebbe quindi di uno sforzo

²¹⁷ Fra l'altro il Considerando 27) della Direttiva chiarisce che: «In osservanza del principio di proporzionalità e per evitare eccessivi oneri amministrativi è opportuno consentire alle autorità competenti e, se del caso, alle autorità di risoluzione di derogare, caso per caso e nei limiti specificati dalla presente direttiva, agli obblighi sull'elaborazione dei piani di risanamento e risoluzione».

²¹⁸ Elencate per esteso al p. 5, dell'Art. 17 della Direttiva.

²¹⁹ Direttiva 2014/59/UE, Art. 45, vd. *infra* III.1.e.

²²⁰ *Ivi*, Art. 18.

valutativo considerevole, al quale la normativa europea ha preferito una procedimentalizzazione secondo fasi singole e ordinate, in cui ogni attore è chiamato a svolgere un compito soltanto alla volta²²¹.

Peraltro nemmeno accorciare l'iter descritto sembrerebbe una via percorribile. Se infatti immaginassimo di voler abbreviare il meccanismo di notifica dell'autorità, proposte dell'ente e controproposte dell'autorità, potremmo supporre che all'esito della valutazione l'autorità possa comunicare immediatamente le misure a cui gli enti dovrebbero adattarsi. Una tale soluzione tuttavia, benché sicuramente più rapida, incontrerebbe il limite di un mandato eccessivo in capo all'autorità di risoluzione, la quale sarebbe chiamata in un solo momento ad elaborare un piano di risoluzione, capire se la risoluzione sia fattibile e sulla base delle sole sue analisi imporre misure specifiche all'ente, senza che questo abbia mai avuto modo di esprimere la propria posizione. In altri termini ne verrebbe scalfita la libertà di impresa, che la direttiva ammette che possa essere parzialmente compressa, ma solo ai fini della stabilità finanziaria e in maniera proporzionata²²². Inoltre un approccio siffatto limiterebbe notevolmente l'impianto collaborativo fra enti e autorità che anima il complesso della direttiva. Il venir meno di tale assetto si ripercuoterebbe a cascata sull'efficienza della procedura, dal momento che renderebbe più difficile colmare l'asimmetria informativa che grava sull'autorità²²³, alla quale solamente si può tentare di porre rimedio invitando l'ente stesso a presentare le proprie proposte corredate dalle opportune

²²¹ Ogni momento singolo per la verità, soprattutto nel caso dei gruppi, prevede a propria volta numerosi adempimenti, in termini delle informazioni da raccogliere e del coordinamento da effettuare fra le varie autorità.

²²² Sul punto è chiaro il considerando 29): «Le autorità di risoluzione, sulla base della valutazione delle possibilità di risoluzione effettuata dalle autorità di risoluzione competenti, dovrebbero avere il potere di imporre modifiche alla struttura e all'organizzazione dell'ente, direttamente o indirettamente attraverso l'autorità competente, e di prendere misure necessarie e proporzionate per ridurre o rimuovere gli impedimenti sostanziali all'applicazione degli strumenti di risoluzione e garantire la possibilità di risoluzione degli enti interessati. [...] Nel rispetto della libertà d'impresa sancita all'articolo 16 della Carta, è opportuno limitare il margine di manovra delle autorità alle misure necessarie per semplificare la struttura e le operazioni dell'ente al solo fine di migliorare la possibilità di risolverne la crisi. Le misure imposte a tale proposito dovrebbero inoltre essere conformi al diritto dell'Unione [...] e dovrebbero essere giustificate dalla ragione superiore di applicarle nell'interesse pubblico della stabilità finanziaria. Inoltre, l'intervento dovrebbe limitarsi al minimo necessario per conseguire gli obiettivi desiderati» [sottolineature aggiunte].

²²³ In questi termini si esprime la direttiva al considerando 26): « In considerazione della conoscenza privilegiata che l'ente ha del proprio funzionamento e dei problemi che da esso scaturiscono, i piani di risoluzione dovrebbero essere predisposti dalle autorità di risoluzione sulla base, tra l'altro, delle informazioni fornite dagli enti interessati».

informazioni sull'impresa e sulla propria attività. Il migliore equilibrio al momento sembra pertanto essere quello previsto all'interno della direttiva.

II.b.1.3. Accordi di sostegno finanziario

Sempre sul versante preventivo la BRRD ha previsto lo strumento degli accordi di sostegno finanziario infragruppo, «con i quali le società del gruppo, in modo reciproco o anche unidirezionale, si impegnano a prestarsi sostegno finanziario in caso di crisi»²²⁴. Gli accordi in parola quindi, come del resto tutti gli altri strumenti preventivi, sono tesi a far sì che quanto l'entità di un gruppo rischi di andar contro ad una situazione di difficoltà, il gruppo possa intervenire, in modo tale da evitare che la crisi si produca effettivamente, con possibili ricadute negative sulla stabilità finanziaria.

Tali strumenti, tuttavia, non vanno confusi con gli ordinari meccanismi di finanziamento infragruppo²²⁵, che riguardano piuttosto la scelta del gruppo rispetto al proprio assetto organizzativo interno e sono pertanto cosa distinta. Gli accordi di sostegno, dal canto loro, sono indicati dalla Direttiva non in guisa di adempimenti obbligatori, bensì in termini facoltizzanti²²⁶. La non obbligatorietà degli accordi di sostegno finanziario infragruppo è inoltre ribadita dalla previsione per cui essi non possano costituire condizione per erogare sostegno ad un ente del gruppo in difficoltà (sarebbe paradossale vietare ad un gruppo di sostenere i costi per la risoluzione della crisi di un proprio ente e attuare misure autoritative

²²⁴ Stanghellini L., 2016, *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, op. cit., p.569.

²²⁵ Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Art. 19, p. 2. Nel senso più ampio del meccanismo di finanziamento infragruppo, si intendono quei meccanismi di centralizzazione all'interno di gruppi di imprese, le quali non abbiano adottato per varie ragioni un sistema di tesoreria unica. Sul punto può essere utile Valente P., 2015, *Manuale del transfer pricing*, IPSOA, Assago.

²²⁶ L'Art. 19 della Direttiva, che apre la parte relativa agli accordi di sostegno finanziario, prevede infatti che gli enti «possano concludere un accordo per fornire sostegno finanziario a un'altra parte» (corsivo aggiunto). Implicito è il fatto che gli enti suddetti possano altresì decidere di non concluderlo affatto. Nondimeno si può ritenere che sia nell'interesse dei gruppi concludere accordi di tale fatta (o comunque provare anche in assenza di accordo ad erogare un sostegno finanziario), dal momento che costituiscono l'ultima occasione per l'impresa madre di «avere voce in capitolo», giacché in ragione dell'approccio di *multiple point of entry* (MPoE), di cui si discuterà nel presente capitolo, si dovrebbe trovare in un momento successivo a rischiare di subire un'operazione di *write-down* o un'azione di risoluzione sull'impresa figlia, senza poter influire sulle decisioni delle autorità di risoluzione.

per il solo fatto che non esiste un esplicito accordo a monte) e nemmeno presupposto per l'esercizio dell'attività²²⁷.

La scelta di non obbligatorietà non deve in ogni caso essere intesa come una tacita disistima nei riguardi della possibilità che essi possano contribuire in maniera efficace alla prevenzione delle crisi bancarie; piuttosto occorre intenderla nel contesto nel quale la direttiva è stata adottata. Permanevano infatti a livello delle discipline degli Stati membri numerosi ostacoli non solo a redigere accordi preventivi di sostegno finanziario, bensì anche nel caso in cui si fosse reso necessario il sostegno, ad erogarlo effettivamente ad una impresa figlia situata in un Paese distinto da quello della madre²²⁸.

Il progetto di accordo finanziario una volta formulato deve essere sottoposto a verifica²²⁹, per la quale è l'autorità di vigilanza su base consolidata, ricevuto lo schema, ad attivarsi per ottenere la collaborazione di tutte le autorità competenti, nel termine usuale dei quattro mesi. Del pari l'EBA anche per l'approvazione dell'accordo svolge funzioni di mediazione, oltre ad integrare la disciplina direttamente contenuta nella direttiva con le opportune norme tecniche²³⁰. Infine l'accordo è soggetto anche all'approvazione da parte degli azionisti di ciascuna parte aderente²³¹.

²²⁷ Direttiva 2014/59/UE, Art. 19, p. 3.

²²⁸ Sintomo di tale preoccupazione è la prima parte del considerando 38) della Direttiva: «Il sostegno finanziario da parte di un'entità di un gruppo transfrontaliero a favore di un'altra entità dello stesso gruppo è attualmente limitato da una serie di disposizioni contenute nel diritto nazionale di alcuni Stati membri, che mirano a tutelare creditori e azionisti di ciascuna entità, ma che non tengono conto dell'interdipendenza delle entità dello stesso gruppo. È pertanto opportuno stabilire a quali condizioni è possibile trasferire il sostegno finanziario tra entità di un gruppo transfrontaliero di enti nell'intento di garantire la stabilità finanziaria del gruppo di enti nel suo complesso, senza mettere a repentaglio la liquidità o la solvibilità dell'entità del gruppo che fornisce il sostegno. Il sostegno finanziario fra entità di uno stesso gruppo dovrebbe essere volontario e assoggettato a idonee salvaguardie, ed è opportuno che gli Stati membri non subordinino, direttamente o indirettamente, l'esercizio del diritto di stabilimento all'esistenza di un accordo sulla fornitura di sostegno finanziario».

²²⁹ Direttiva 2014/59/UE, Art. 20.

²³⁰ Vd. Regolamento di esecuzione (UE) 2016/911 della Commissione del 9 giugno 2016, che stabilisce norme tecniche di attuazione per quanto riguarda la forma e il contenuto della descrizione degli accordi di sostegno finanziario di gruppo ai sensi 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.

²³¹ Direttiva 2014/59/UE, Art. 21.

La direttiva prevede infine alcune condizioni alla luce delle quali devono essere valutati tanto gli accordi di sostegno finanziario quanto i sostegni finanziari stessi, a prescindere dal fatto che siano contenuti in un piano preventivo²³². In primo luogo si deve presumere che il sostegno ponga sostanziale rimedio alle difficoltà finanziarie dell'ente che lo riceve e che miri preservare la stabilità dell'intero gruppo. Di rimando il sostegno non deve mettere a repentaglio la liquidità, la solvibilità o la *resolvability* dell'ente che lo fornisce. Il sostegno dal canto suo può essere erogato in forma o di un finanziamento con un corrispettivo oppure come titoli a garanzia. In entrambi i casi il destinatario dovrà essere in grado di far fronte agli impegni presi, rispettivamente ripagando il prestito o assumendosi le passività nei casi in cui i titoli a garanzia diventino esecutivi. Infine l'ente che fornisce il sostegno non può venir meno, nemmeno in via transitoria per sostenere un'impresa del suo stesso gruppo, ai requisiti prudenziali imposti per l'esercizio dell'attività.

II.1.c. Intervento precoce

Un poco più avanti temporalmente rispetto alla prevenzione, ma sempre in tempo utile per evitare il prodursi della crisi bancaria, si colloca l'intervento precoce. Per prendere a prestito le parole usate dalla direttiva stessa, si può dire che l'intervento precoce sia finalizzato a «porre rimedio al deterioramento della situazione finanziaria ed economica di un ente prima che questo giunga a un punto tale per cui non vi siano alternative alla risoluzione»²³³. Sebbene infatti il rischio di crisi sia divenuto tangibile, l'intervento precoce si colloca in una fase ancora improntata alla piena operatività dell'intermediario²³⁴.

Il concetto di intervento precoce non è del tutto nuovo²³⁵, ma si inserisce in un più datato approccio di vigilanza prudenziale, all'interno del quale era già previsto, benché non in forma vincolante (ma la tendenza delle legislazioni nazionali era

²³² Direttiva 2014/59/UE, Art. 23.

²³³ Cfr. Considerando 40), Direttiva 2014/59/UE.

²³⁴ Cfr. Carmassi J. et Di Giorgio G., 2016, *L'impatto del bail-in sulla rete di protezione finanziaria*, in «Analisi Giuridica dell'Economia», Fascicolo 2, Anno 2016, pp. 297 - 332, in particolare p. 307.

²³⁵ Sul punto cfr. Giglio V., 2016, *Come saranno affrontate le difficoltà delle banche nell'Unione Bancaria?*, op. cit., in particolare p. 377.

quella di conformarvisi), all'interno dei *Core Principles* del Comitato di Basilea²³⁶. Peraltro lo stesso Comitato all'interno delle «Linee Guida per le Banche in difficoltà»²³⁷ ha ribadito che con «le misure di intervento precoce» le autorità debbono cercare di porre rimedio alle difficoltà concretamente emerse in fase di vigilanza, in modo tale da scongiurare un ulteriore deterioramento, capace di compromettere la stabilità dell'ente.

In primo luogo gli stessi indicatori in base ai quali è possibile dare avvio a misure di intervento precoce, sono gli stessi definiti all'interno del Pacchetto CRD IV/CRR²³⁸, ai quali la direttiva aggiunge il «peggioramento della situazione di liquidità, [il] rapido aumento dei livelli di leva finanziaria, dei crediti in sofferenza o della concentrazione di esposizioni, così come valutato sulla base di una serie di indicatori, che possono includere il requisito di fondi propri dell'ente più 1,5 punti»²³⁹.

Anche per quanto riguarda gli strumenti a disposizione delle autorità di vigilanza, la Direttiva non prefigura una rivoluzione copernicana, ma si innesta su un ben saldo tronco normativo²⁴⁰ in materia prudenziale. In particolare è stato osservato che «le autorità di vigilanza (la Banca d'Italia o, per le banche di dimensioni maggiori, la BCE) possono adottare provvedimenti che integr[ano] il tradizionale strumentario degli interventi prudenziali, al fine di evitare che il peggioramento della situazione finanziaria di un determinato ente sia tale da non lasciare alternative agli strumenti di risoluzione»²⁴¹. Anche in questo caso i poteri in mano alle autorità di vigilanza ricalcano in buona sostanza quelli della CRD IV, sebbene

²³⁶ Basel Committee on Banking Supervision, *Core Principles for Effective Banking Supervision*, September 2012, Principio 8.

²³⁷ Basel Committee on Banking Supervision, *Guidelines for Identifying and Dealing with Weak Banks*, July 2015, Sezione 6.2.4.

²³⁸ Regolamento UE n. 575/2013, Direttiva 2013/36/UE (art. 104 soprattutto). A queste si aggiungono, ai sensi del p.1 dell'Art. 27, anche la Direttiva 2014/65/UE e il Regolamento UE n. 600/2014.

²³⁹ Direttiva 2014/59/UE, Art. 27, p. 1.

²⁴⁰ Per un approfondimento sugli strumenti già previsti all'entrata in vigore della direttiva, si veda Donato L.L. et Cossa M., 2011, *Giocare d'anticipo: crisi bancarie e strumenti preventivi dell'Autorità di Vigilanza*, in «Banca Impresa Società», n. 3/2011, pp. 339 e ss.

²⁴¹ Greco G.L., 2016, *La tutela del risparmiatore alla luce della nuova disciplina di «risoluzione» delle banche*, articolo apparso su «Banca Impresa Società», Anno XXXV, n. 1, pp. 77-110, la citazione è tratta da p. 79.

sia stato previsto un ampliamento dei presupposti, dal momento che essi possono essere esercitati non solo in presenza di una violazione degli indicatori, ma anche nella concreta eventualità che tale violazione possa avvenire nell'immediato futuro. In questo senso «la dimensione prospettica è coerente con la logica dell'intervento precoce perché solo così l'Autorità di vigilanza può agire tempestivamente ed efficacemente per evitare il deterioramento di una situazione di difficoltà»²⁴². Sulle condizioni che attivano gli strumenti dell'intervento precoce è inoltre chiamata a pronunciarsi l'EBA, attraverso l'adozione di orientamenti²⁴³.

Le misure all'interno della direttiva sono inoltre graduate a seconda dell'entità della violazione. Ai casi meno gravi - soprattutto quelli ove la violazione più che attuale sia potenziale - fanno riscontro le misure previste dall'Art. 27 della Direttiva, le quali possono consistere in richieste rivolte all'organo di amministrazione dell'ente (redigere un programma per il superamento delle difficoltà, convocare l'assemblea degli azionisti, porre in essere alcune delle previsioni contenute nel piano di risanamento), nella sostituzione di uno o più membri di tale organo, in cambiamenti strategici o strutturali dell'ente o in informazioni da fornire all'autorità²⁴⁴. Nelle ipotesi più gravi²⁴⁵ l'autorità di vigilanza può invece procedere alla rimozione dell'alta dirigenza²⁴⁶ e alla nomina di un amministratore temporaneo²⁴⁷, per la durata non superiore ad un anno e con mandato definito per l'amministratore, che secondo di criteri di proporzionalità, assumerà in tutto o in parte le funzioni di competenze dell'organo di amministrazione.

²⁴² Giglio V., 2016, *Come saranno affrontate le difficoltà delle banche nell'Unione Bancaria?*, op. cit., p. 379

²⁴³ Cfr. EBA/GL/2015/03, Orientamenti sulle condizioni che attivano il ricorso alle misure di intervento precoce ai sensi dell'articolo 27, paragrafo 4, della direttiva 2014/59/UE.

²⁴⁴ Direttiva 2014/59/UE, Art. 27, p. 1.

²⁴⁵ In questo senso la normativa nazionale attuativa nelle due lettere del comma primo dell'Art. 69-*octiesdecies* TUB, introdotto dal D.Lgs. 181/2015, distingue fra «violazioni» e «gravi violazioni» o «deterioramento significativo». In particolare la disciplina italiana ha scelto di ricondurre, con le opportune modifiche, le previsioni sull'amministrazione temporanea all'istituto già previsto nel nostro Paese dell'amministrazione straordinaria (Artt. 70 - 77-*bis* TUB).

²⁴⁶ Direttiva 2014/59/UE, Art. 28.

²⁴⁷ *Ivi*, Art. 29.

Sebbene l'*early intervention* possa intendersi come un utile argine al propagarsi incontrollato delle difficoltà che possono provocare una crisi bancaria, «nessun intervento, pur efficace e tempestivo, può tuttavia assicurare che le crisi non si verificino o vengano superate»²⁴⁸. Nell'economia della Direttiva BRRD segue dunque - ed è forse questo il versante che le ha guadagnato la maggiore attenzione mediatica - la parte sulla risoluzione e sul suo strumentario tipico, come terzo momento di quella sequenza già richiamata di «prevenzione - intervento precoce - risoluzione», tutta volta ad evitare che dalla crisi di un intermediario si giunga al suo disordinato fallimento.

II.1.d. La Risoluzione

Veniamo dunque al nodo principale della Direttiva BRRD - o almeno quello che per l'introduzione del meccanismo del *bail-in* ha suscitato la più viva attenzione, anche al di fuori dell'ambito specialistico.

In questo paragrafo l'intenzione è quella di ricostruirne per sommi capi gli aspetti fondamentali, mentre sarà certamente sacrificata l'analisi procedurale. La BRRD, già nelle prime intenzioni emerse in fase redazionale, era diretta a sollecitare un'armonizzazione fra le regole di risoluzione all'interno dei Paesi dell'Unione²⁴⁹; obiettivo che può certamente dirsi raggiunto. Per quello che tuttavia ci riguarda più da vicino, non è sufficiente ricondursi alla direttiva e alla disciplina nazionale attuativa. Benché infatti la disciplina di fondo resti quella della Direttiva BRRD, il funzionamento concreto della procedura di Risoluzione per gli Stati partecipanti all'Unione Bancaria, è quello che si inquadra all'interno del Sistema di Risoluzione Unico e quindi dal Regolamento UE n. 806/2014. Pertanto, come avremo modo di rimarcare nel prosieguo del presente capitolo, all'interno della Direttiva il dato

²⁴⁸ Stanghellini L., 2016, *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, articolo apparso su «Analisi Giuridica dell'Economia», Fascicolo 2/2016, pp. 567 - 579, in particolare p. 569.

²⁴⁹ Sul punto cfr. Hadjiemmanuil C., 2015, *Bank Resolution Financing in the Union*, LSE, Society and Economy Working Papers, n. 6/2015, pp. 4 - 5: «The draft BRRD was conceived as a rather typical harmonizing measure: it would set common parameters in relation to the resolution of failed banks, but would still depend for its practical application on national actors, namely, the various resolution authorities designated by the member states. More generally, in the BRRD's initial setting, the national responsibility for crisis management was not called into question. Just as the incorporation in European law of Basel III was not supposed to affect the allocation of the responsibility for front-line supervision to the member states' national competent authorities, the original intention was that the responsibilities for bank resolution and, where necessary, rescue operations would remain strictly national».

procedurale rimane «aperto» alle diverse discipline attuative, che di volta in volta avrebbero individuato l'organo deputato ad ogni compito. Nello stesso periodo in cui si metteva mano alla direttiva, era però anche in corso di stesura il Regolamento istitutivo del Meccanismo Unico di Risoluzione, sicché l'indeterminatezza dell'organo competente nella Direttiva 2014/59/UE è funzionale all'individuazione caso per caso, sia che si tratti di normativa nazionale (dei Paesi non aderenti al SRM così come dei Paesi aderenti per gli istituti non significativi) che del Regolamento sul SRM, dell'organo che effettivamente deve svolgere una particolare funzione. Per fare un esempio, laddove la direttiva parla di «autorità di risoluzione», vi si dovranno ricomprendere tanto le autorità nazionali, Paese per Paese individuate dal diritto interno, quanto il Comitato di Risoluzione Unico. Per meglio dire la BRRD costituisce la grammatica di regole europee e nazionali, che dalla sua adozione in poi parlano la stessa lingua.

Si noti anche come per il versante preventivo e per gli interventi precoci le espressioni che abbiamo utilizzato siano state finora generalissime (autorità di vigilanza, autorità di risoluzione) e coerenti con l'impianto della Direttiva. Avvicinandoci invece ora alle misure che interagiscono con lo strumento del *bail-in* (e soprattutto al *bail-in* all'interno dell'Unione Bancaria), richiameremo più sovente la disciplina del D.Lgs. 180/2015²⁵⁰ (peraltro da eminente dottrina²⁵¹ considerato chiarificatore rispetto alla Direttiva), che peraltro è l'esempio di una disciplina interna di un Paese - il nostro - che aderisce al SRM.

II.1.d.1. Ragioni, obiettivi e presupposti

Mentre la più ampia parte dello strumentario previsto dalla direttiva in tema di prevenzione non costituisce una novità rispetto alle discipline nazionali previgenti, lo stesso discorso non può essere fatto per gli strumenti propriamente di risoluzione e quindi per il *bail-in*. Sulle ragioni che ne hanno motivato l'introduzione nel complesso dell'azione di risoluzione, possiamo ricondurci a quelle che nell'Introduzione e nel Capitolo I abbiamo visto essere state i motori

²⁵⁰ Mentre gran parte della Direttiva 2014/59/UE è stata recepita con D.Lgs. 181/2015, modificativo del D.Lgs. 385/1993, alle norme in tema di risoluzione è stata data attuazione con D.Lgs. 180/2015, che costituisce ora un corpus normativo a sé.

²⁵¹ Stanghellini L., 2016, *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, op. cit., in particolare a p. 569 si sottolinea la «maggiore chiarezza rispetto alla direttiva di cui pure è attuazione».

primi dell'accelerata innovazione nella materia bancaria. Ci limitiamo qui a richiamare di passaggio l'idea che ha animato la nuova normativa europea in tema di risoluzione (ma sulla quale torneremo per delineare con precisione le finalità del *bail-in* che sottoporremo ad analisi), ovvero quella per cui il *trade-off* fra stabilità finanziaria del sistema nel suo complesso e azzardo morale²⁵² da parte degli attori bancari, potesse essere risolto solamente attraverso l'imposizione di un salvataggio interno. In breve l'intervento pubblico nel salvataggio era nel recente passato considerato utile al fine di evitare che dalla crisi di un ente traesse pregiudizio la stabilità finanziaria del sistema per effetti di contagio²⁵³. Il discorso valeva soprattutto per gli istituti di maggiori dimensioni, all'eventuale tracollo di uno dei quali avrebbero realisticamente fatto seguito perdite sull'intero settore. Di qui segue la conclusione che hanno tratto gli operatori di maggiori dimensioni, i quali ritenevano che anche a fronte di condotte imprudenti, un attore pubblico razionale avrebbe comunque preferito un salvataggio, rispetto agli scenari devastanti e i possibili effetti a catena che avrebbe potuto suscitare una liquidazione. Per usare un'espressione ormai divenuta celebre, questo è il concetto del «*Too-big-to-fail*»²⁵⁴. Certi che sulla propria sorte permanesse un'implicita

²⁵² Per una primigenia e brillante descrizione della natura di questo azzardo, che alla prova dei fatti si è poi rivelata anticipatrice delle recenti crisi, si veda Stern, G. H. et Feldman R. J., 2004, *Too big to fail: The hazards of bank bailouts*, Brookings Institution Press, Washington.

²⁵³ *Ex multis* Avgouleas E. et Goodhart C., 2014, *A critical evaluation of bail-in as a bank recapitalisation mechanism*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 10065. In questa sede con efficace sintesi sono ricostruite le motivazioni alla base della nuova disciplina in materia di risoluzione per come segue: « The scale of losses flowing from bank failures is initially independent of the identity of those upon whom the burden of meeting that loss falls. But, such losses also can then entail critical externalities. These have traditionally justified the public bailouts to avoid the systemic threat that the failure of any bank beyond a certain size carries with it. Nevertheless, public bailouts of banks are a source of moral hazard and they undermine market discipline. One of the key principles of a free market economy is that owners and creditors are supposed to bear the losses of a failed venture».

²⁵⁴ Non è chiaro quando l'espressione sia nata, eppure il suo uso è attestato già a partire dagli Anni Novanta (e forse per la prima volta in Italia) da Clericetti C., 1991, *Fatto il mercato ora manca il banchiere*, articolo apparso su «La Repubblica», n. 6 dicembre 1991, in cui il riferimento era alle grandi trasformazioni ancora in corso a seguito dell'approvazione della Legge Amato. In ogni caso oggi il termine *too-big-to-fail* (spesso addirittura abbreviato in TBTF) ha trovato una sua sistemazione teorica ben definita. Senza pretese di esaustività si segnalano Hetzel R.L., 1991, *Too big to fail: Origins, consequences, and outlook*, Federal Reserve Bank of Richmond; Wilmarth Jr. A.E., 1991, *Too Big to Fail, Too Few to Serve: The Potential Risks of Nationwide Banks*, articolo apparso su «Iowa Law Review», Anno 77, n. 957; Kaufman G.G., 2002, *Too Big to Fail in US Banking: Quo Vadis?*, articolo apparso su «Quarterly Review of Economics and Finance», n. 2/2002, pp. 423-436; Gup B.E., 2004, *Too big to fail: policies and practices in government bailouts*, Greenwood Publishing Group, Westport, Connecticut; Stern G.H. et Feldman R.J., 2004, *Too big to fail: The hazards of bank bailouts*, op. cit.; Mishkin F.S., 2005, *How big a problem is too big to fail?*, National Bureau of Economic Research, Working Paper n. 11814; Shull B., 2010, *Too big to fail in financial crisis:*

garanzia pubblica, gli operatori di più ingenti dimensioni mostravano così una maggiore propensione al rischio²⁵⁵ nelle scelte di investimento. D'altronde, solo qualora ci mettessimo nella prospettiva di una logica d'azione strettamente materialista, da «egoisti razionali», non si potrebbe accusarli di essere completamente «nel torto», se si considera che l'azzardo si è rivelato tutto sommato ben fondato, perché se Lehman Brothers è stata l'eccezione, i salvataggi a carico delle finanze pubbliche sono stati invece la regola.

L'aporia fra la stabilità finanziaria e la condotta prudente da parte degli operatori finiva così per essere decisamente risolta in favore della stabilità. Nondimeno i salvataggi atti ad impedire il prodursi di crisi sistemiche non erano certamente esenti da costi. Cominciò pertanto a circolare l'idea, come testimoniato da un saggio del 2009 del Fondo Monetario Internazionale, redatto da Martin Cihak e da Erlend Nier²⁵⁶, che certamente la stabilità finanziaria fosse un obiettivo da preservare, ma che nel perseguirla si sarebbe dovuto alleggerire il peso sulle finanze pubbliche, eventualmente anche attraverso l'adozione di nuove regole di risoluzione, che potessero in qualche modo far salva nel massimo grado la stabilità stessa, evitando che indirettamente fosse chiamata a rispondere per la crisi di un intermediario la generalità dei contribuenti²⁵⁷. Certo, le soluzioni alternative non

motives, countermeasures, and prospects, Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper n. 601; Wilmarth Jr A.E., 2010, *Reforming Financial Regulation to Address the Too-Big-To-Fail Problem*, articolo apparso su «Brooklyn Journal of International Law», Anno 35, n. 707; in chiave giornalistica Sorkin A.R., 2010, *Too big to fail: the inside story of how Wall Street and Washington fought to save the financial system and themselves*, Penguin, Londra; Di Gaspare G., 2011, *Teoria e Critica della Globalizzazione Finanziaria*, CEDAM, Padova; Meyerowitz S.A., 2011, *Too Big to Fail*, articolo apparso su «Banking Law Journal», Volume 128, n. 4, pp. 289 e ss.; Barth J.R. et Prabha A.P. et Swagel P., 2012, *Just how big is the too-big-to-fail problem?*, articolo apparso su «Journal of Banking Regulation», Anno 13, n. 4, pp. 265-299; Kaufman G.G., 2014, *Too big to fail in banking: What does it mean?*, articolo apparso su «Journal of Financial Stability», n.13, pp. 214-223.

²⁵⁵ Per una rilevazione empirica del maggiore *risk appetite* delle banche di maggiori dimensioni, vd. Afonso G. et Santos J. A. et Traina J., 2014, *Do «too-big-to-fail» banks take on more risk?*, in «Economic Policy Review», Federal Reserve Bank of New York, Vol. 20, n. 2.. Sul punto vd. anche Brewer E. et Jagtiani J., 2007, *How Much Would Banks Be Willing to Pay to Become «Too-Big-to-Fail» and to Capture Other Benefits*, Federal Reserve Bank of Kansas City, RWP 07-05.

²⁵⁶ Cihák M.M. et Nier E., 2009, *The Need for Special Resolution Regimes for Financial Institutions: The Case of the European Union*, Fondo Monetario Internazionale, Working Paper n. 200, Anno 2009.

²⁵⁷ Ormai classico è diventato Hoggarth G. et Reidhill J. et Sinclair P., 2003, *Resolution of banking crises: an overview*, articolo apparso su «Financial Stability Review», Banca Centrale Europea, n. 1/2013, dove si analizzavano le risoluzioni di trentatré crisi bancarie, mostrando come nella quasi totalità dei casi i costi siano ricaduti sulla fiscalità generale. Fra le molte citazioni, il lavoro ha ricevuto anche quella dell'altrettanto fondamentale Avgouleas E. et Goodhart C. et Schoenmaker D., 2013, *Bank Resolution Plans as a catalyst for global financial reform*, in «Journal of Financial

avrebbero costituito un *deus ex machina*, capace di risolvere qualsiasi male senza costo alcuno. Porre fine alla «diabolica tendenza»²⁵⁸ dei bilanci pubblici a farsi carico delle crisi bancarie, significava *ipso facto* consegnare il sistema ad una stabilità potenziale comunque minore di quella che si produceva in un contesto di garanzia implicita. Il bandolo della matassa era pertanto quello di individuare determinate strategie, che se anche avessero dovuto rinunciare a qualcosa sul piano della stabilità, avrebbero fatto recuperare terreno alla solidità delle finanze pubbliche²⁵⁹.

Stability», n. 2, Anno 9, pp. 210-218. Il problema è stato peraltro rilevato anche in uno scritto di primo piano sulla risoluzione *open bank*, che più avanti chiameremo con l'espressione invalsa in ambito europeo risoluzione di *going concern* Hoskin K. et Woolford I., 2011, *A primer on open bank resolution*, in «Reserve Bank of New Zealand Bulletin», n. 3, Anno 74, pp. 5-10. Per una quantificazione delle ricadute sui contribuenti americani dei salvataggi pubblici si veda De Young R. et Kowalik M. et Reidhill J., 2013, *A theory of failed bank resolution: Technological change and political economics*, articolo apparso su «Journal of Financial Stability», Anno 9, n. 4, pp. 612-627. Ci siamo limitati qui a segnalare alcuni lavori di particolare pregio; nondimeno tenga presente il lettore che la ricaduta sui contribuenti dei salvataggi pubblici è ormai ritenuto un fatto univocamente accertato ed è quindi considerato un principio da cui muove l'analisi delle politiche di risoluzione.

²⁵⁸ Più correntemente nota con la sua dizione anglosassone di «doom loop». Per una analisi del caso irlandese corredata da riscontri empirici, si veda Acharya V. et Drechsler I. et Schnabl P., 2014, *A pyrrhic victory? Bank bailouts and sovereign credit risk*, articolo apparso su «The Journal of Finance», n. 6, Anno 69, pp. 2689-2739.

²⁵⁹ Non si dimentichi che il discorso va riferito agli anni della crisi del debito sovrano, in cui il timore stesso che le finanze di uno Stato, soprattutto se membro dell'Eurozona, si sarebbero potute deteriorare, avrebbe ingenerato conseguenze deteriori sulla tenuta dell'Unione intera. La preoccupazione per la sostenibilità del debito era dunque quanto mai all'ordine del giorno ed assumeva - e in parte tuttora assume - i contorni di un valore non negoziabile. Le preoccupazioni allora diffuse erano peraltro ben motivate, come dimostrano le stime contenute in De Paoli B. et Hoggarth G. et Saporta V., 2009, *Output costs of sovereign crises: some empirical estimates*, Bank of England, Working Paper n. 362. Sulla stessa linea di pensiero si colloca Bini Smaghi L., 2011, *Intervento del Membro del Comitato Esecutivo della Banca Centrale Europea*, Atti di «Goldman Sachs Global Macro Conference - Asia», Hong Kong, 22 Febbraio (reperibile all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110222.en.html>), ripreso a propria volta in Leipold A., 2011, *Thinking the Unthinkable - Lessons from past sovereign debts restructuring*, in «Lisbon Council e-brief», n. 11/2011;

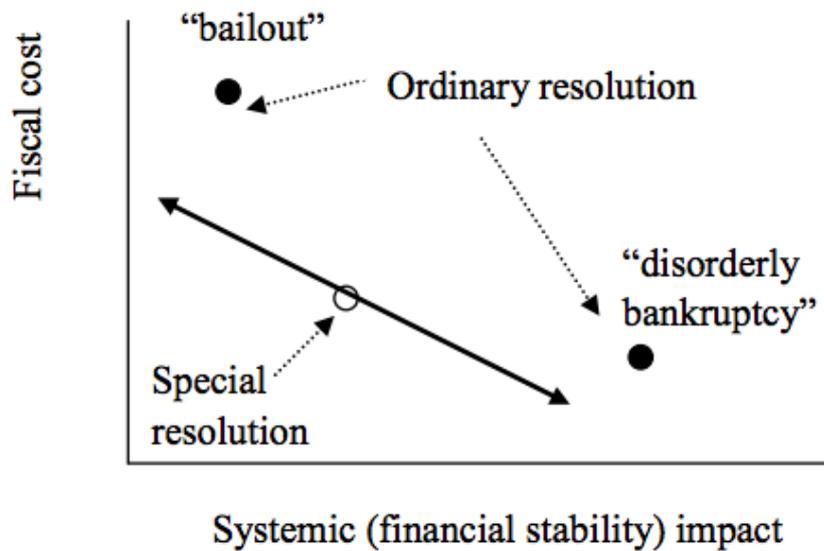


Figura 4: Costi di salvataggio a carico delle finanze pubbliche e impatto sistemico
Fonte: Cihák et Nier, 2009.

La soluzione fu quindi trovata sulla scia tracciata dalla letteratura - in regole che da un lato mirassero alla preservazione delle funzioni essenziali dell'ente attraverso una risoluzione ordinata, per quanto possibile impostata su strategie predeterminate²⁶⁰, e che dall'altro spostassero il peso della ricapitalizzazione dell'ente in crisi dal settore pubblico ai detentori di strumenti di capitale, in prima battuta, e di strumenti di debito; in altre parole si voleva passare dal salvataggio esterno pubblico al salvataggio interno privato²⁶¹, in cui l'intervento statale è inteso come eccezionale in casi di assoluta gravità e subordinato peraltro a specifiche condizioni. Le posizioni emerse durante il dibattito degli anni di crisi, si

²⁶⁰ Cfr. Carmassi J. et Luchetti E. et Micossi S. et All., 2010, *Overcoming too-big-to-fail: A regulatory framework to limit moral hazard and free riding in the financial sector*, Task Force on Bank Crisis Resolution, CEPS-Assonime, Report Unico, in particolare p. 52: « Authorities could require financial institutions to come to a private solution, instead of using their statutory resolution powers. Such agreements could set out contingency plans for circumstances in which the institution becomes financially troubled, including reorganisation measures, and a corporate structure that would facilitate a wind-down. For example, the bank's shareholders could approve a resolution giving the board power to bring in new investors rapidly without their approval. This option could be especially valuable for complex group structures in a cross-border context. The pre-packaged resolution would of course need to be drawn up in consultation with all relevant national supervisors. It should be noted, however, that such contractual arrangements can only be effective for early resolution, for afterwards they could be superseded by action under the insolvency law. For this reason, a pre-packaged solution is not a substitute for a statutory resolution regime».

²⁶¹ A livello etimologico il termine *bail-in* è nato in contrapposizione a *bail-out*, ovvero il salvataggio a carico delle finanze pubbliche.

sono dipoi riversate negli obiettivi e nei principi della risoluzione, cristallizzati all'interno della Direttiva 59/2014/UE²⁶².

Per quanto riguarda il primo versante, quello degli obiettivi, essi sono fissati all'Art. 31 e riformulati dal legislatore delegato italiano nel D.Lgs. 180/2015²⁶³ all'Art. 21. In particolare la Direttiva parla di continuità delle funzioni essenziali, contenimento degli effetti negativi sulla stabilità finanziaria, salvaguardia delle risorse pubbliche, tutela dei depositanti, nonché dei fondi e delle attività dei clienti²⁶⁴. Tali obiettivi sono poi circondati dalla clausola per cui «l'autorità di risoluzione cerca di ridurre al minimo i costi della risoluzione e di evitare la distruzione del valore, a meno che essa non sia necessaria»²⁶⁵. Facile è notare - anche ad una lettura sbrigativa - che tali obiettivi siano di portata decisamente ampia e che al tempo non è affatto da escludersi che possano cadere in reciproca contraddizione²⁶⁶. A titolo di esempio, nel caso in cui si volesse salvaguardare la

²⁶² Con efficace sintesi il considerando 5) così recita: «Occorre pertanto 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 [Questo è il principio del «No Creditor Worse Off» (NCWO), sul quale ci soffermeremo discutendo del funzionamento del *bail-in*]. 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». Di rimando il considerando 45) afferma che «Per evitare l'azzardo morale, un ente in dissesto dovrebbe essere in grado di uscire dal mercato, a prescindere dalle sue dimensioni e interconnessioni, senza provocare perturbazioni sistemiche. In linea di principio, un ente in dissesto dovrebbe essere liquidato con procedura ordinaria di insolvenza. Tale procedura, tuttavia, potrebbe compromettere la stabilità finanziaria, interrompere la prestazione di funzioni essenziali e pregiudicare la tutela dei depositanti. In tal caso, è altamente probabile che sarebbe di pubblico interesse sottoporre l'ente a risoluzione e applicare strumenti di risoluzione anziché avvalersi della procedura ordinaria di insolvenza».

²⁶³ Mentre a gran parte della Direttiva 59/2014/UE è stata data attuazione mediante il D.Lgs. 181/2015, il quale ha modificato il Testo Unico Bancario, per la disciplina della risoluzione si è scelto di costituire un testo a parte, vale a dire quello del decreto sopra menzionato.

²⁶⁴ Direttiva 2014/59/UE, Art. 31, p.2, lett. a) - e).

²⁶⁵ *Ivi*, Art. 31, p.2, c. 2.

²⁶⁶ Sul punto Cfr. Carmassi J. et Di Giorgio G., 2016, *L'impatto del bail-in sulla rete di protezione finanziaria*, op. cit., p. 318. Gli autori, con riferimento agli obiettivi di tutela dei depositi e di stabilità finanziaria, posto che l'intervento pubblico sia residuale, notano che «I punti di vista sono abbastanza opposti, e la ragione sta nel fatto che questi obiettivi sono in parte reciprocamente incompatibili. Da un lato, l'obiettivo della protezione dei depositanti esclude i depositi interbancari dalla copertura visto che lo scopo è garantire un'assicurazione principalmente ai piccoli e non

stabilità finanziaria attraverso il salvataggio di un ente in crisi e al tempo si volessero far salve le finanze pubbliche, difficilmente la soluzione adottata non inciderebbe nemmeno in parte sulle attività dei clienti, che nella misura in cui siano passività dell'ente, potrebbero andare incontro a conversione in strumenti di capitale. La normativa d'attuazione dal canto suo non fornisce indicazioni più precise, dal momento che sul lato degli obiettivi si limita ad essere replicativa del disposto della direttiva²⁶⁷. Peraltro è la direttiva stessa a porre su un piano di sostanziale equiparazione gli obiettivi in esame, nella misura in cui prevede che «i diversi obiettivi della risoluzione rivestono pari importanza» e che soltanto quindi in sede di esercizio dei poteri loro affidati, «le autorità di risoluzione li ponderano opportunamente a seconda della natura e delle circostanze di ciascun caso». Si tratta quindi in senso stretto di uno spazio riservato alla discrezionalità tecnica²⁶⁸

sofisticati investitori che non sono capaci di monitorare le banche. Dall'altro lato, la stabilità del sistema è a rischio in particolar modo a causa dei forti legami interbancari nel sistema dei pagamenti e nelle operazioni di politica monetaria. Tale ambiguità è pericolosa».

²⁶⁷ Art. 21, D.Lgs. 180/2015, cc. 1 e 2: «1. La Banca d'Italia esercita i poteri ad essa attribuiti dal presente decreto avendo riguardo alla continuità delle funzioni essenziali dei soggetti di cui all'articolo 2, alla stabilità finanziaria, al contenimento degli oneri a carico delle finanze pubbliche, alla tutela dei depositanti e degli investitori protetti da sistemi di garanzia o di indennizzo, nonché dei fondi e delle altre attività della clientela.

2. Nel perseguire gli obiettivi di cui al comma 1, si tiene conto dell'esigenza di minimizzare i costi della risoluzione e di evitare, per quanto possibile, distruzione di valore».

²⁶⁸ Si segnala di passaggio che l'idea di discrezionalità tecnica non ha ancora trovato una delimitazione definitiva. Tradizionalmente infatti si riteneva che tale discrezionalità sulla base delle conoscenze scientifiche e tecniche momento per momento disponibili, rendesse le scelte delle autorità indipendenti altamente prevedibili (autorevolmente Hayek, Von, F.A., 1960, *The Constitution of Liberty*, University of Chicago Press, Chicago), da cui l'idea che per tramite degli effetti reputazionali si potesse definitivamente porre rimedio al problema dell'incoerenza temporale delle politiche discrezionali del Governo (*ex multis* cfr. Macchiati A. et Magnoni A., 2000, *Quale governance per le autorità indipendenti?: un'analisi economica delle leggi istitutive*, CONSOB, Quaderni di Finanza, n. 41, Settembre 2000). Tale idea alla luce del ruolo assunto da molte autorità indipendenti, non va certamente assolutizzato, poiché sempre più sovente accade che in circostanze turbolente alle amministrazioni indipendenti «vengono richiesti interventi tempestivi, spesso discontinui rispetto al passato, al fine di porre rimedio a fallimenti di mercato rilevanti e non previsti» (Visco Comandini V., 2010, *L'Analisi Economica delle Autorità Indipendenti*, capitolo contenuto in D'Alberti M. et Pajno A., a cura di, *Arbitri dei Mercati*, Il Mulino, Bologna, pp. 27 - 60, la citazione è tratta da p. 40). Va riconosciuto peraltro il merito alla risalente riflessione italiana sulle Autorità Indipendenti contenuta in Majone G. et La Spina A., 2000, *Lo Stato Regolatore*, Il Mulino, Bologna (che pure doviziosamente si sofferma sul tema della credibilità delle politiche pubbliche), di aver compreso, in anni in cui il ricorso già frequente in ambito europeo ma non ancora massiccio come ai nostri giorni alle predette autorità, che quegli stessi organismi possono a propria volta elaborare nuove strategie di policy. Sul punto in particolare a p. 62 si legge che le autorità indipendenti sono organismi «di una elevata *competenza specialistica*, che consent[er]e loro di comprendere problemi mai presentatisi prima, conoscere le soluzioni elaborate fino a quel momento, eventualmente inventarne di nuove». Una buona lettura del fenomeno delle autorità indipendenti dovrà quindi coniugare la credibilità delle politiche pubbliche alla capacità di adattamento di fronte alla mutevolezza dei fenomeni empirici.

delle autorità, dentro il quale tanto i codecisori europei quanto il legislatore delegato nazionale hanno preferito non intromettersi, in ragione dell'alto contenuto tecnico delle decisioni assunte dalle autorità di risoluzione, il quale per vero potrebbe in alcuni casi sconfinare in una discrezionalità amministrativa pura²⁶⁹.

Se questi sono gli obiettivi di un'azione di risoluzione e dell'applicazione dello strumento del *bail-in*, esistono dei presupposti precisi per l'avvio di un'azione di questo tipo²⁷⁰, che se non rispettati nella loro interezza, potranno al più far propendere l'autorità per l'adozione di misure alternative. Tali presupposti sono tre, i primi due dei quali sono comuni anche alla liquidazione coatta amministrativa²⁷¹. I presupposti comuni sono quelli individuati dal Decreto Legislativo 180/2015 all'Art. 17, primo comma, ovvero che la banca sia in dissesto o a rischio di dissesto e che non possano essere prospettate valide alternative di mercato (ovvero gli interventi degli schemi di garanzia di cui parlavamo nel capitolo precedente). Il rischio di dissesto attuale o potenziale è a propria volta

²⁶⁹ La discrezionalità amministrativa consiste fra l'altro proprio nella ponderazione dei diversi interessi coinvolti all'interno di un procedimento; operazione questa che risponde esattamente alla previsione del secondo comma del p.2 dell'Art. 31 della direttiva, che come abbiamo visto afferma che le autorità «ponderano opportunamente gli obiettivi». Si potrebbe obiettare che obiettivi e interessi (nell'ambito amministrativo gli interessi legittimi) non siano la medesima figura. Nondimeno poiché perseguire gli obiettivi della risoluzione equivale in ogni caso a scegliere se degradare o meno diritti soggettivi, ecco che l'identità fra obiettivi e interessi può avere ragion d'essere e quindi si può parlare di discrezionalità amministrativa. Eccessiva è invece la posizione di chi sostiene che si tratti al limite di una discrezionalità politica *tout court*, perché se gli obiettivi sono ponderati, del pari rimangono entro il recinto di quelli delineati dalla normativa vigente e tali obiettivi, anche se non congiuntamente perseguibili e se non strettamente tassativi per via della clausola di apertura, sono predeterminati e a questi ne possono essere aggiunti altri soltanto nella misura in cui si possa meglio tutelare i fondi e le attività della clientela. Al limite, come hanno fatto alcuni (Stanghellini L., 2016, *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, op. cit., p. 571) è possibile fare riferimento ad una «sensibilità» politica. Per una trattazione monografica del concetto di discrezionalità tecnica, si veda Asprone M. et Marasca M. et Ruscito A., 2009, *La discrezionalità tecnica della pubblica amministrazione*, Collana «Teoria e Pratica del Diritto, Sez. IV, Vol. 82, Giuffrè, Milano.

²⁷⁰ Direttiva 2014/59/UE, Art. 32.

²⁷¹ In tal senso risulta particolarmente felice l'articolato del testo del legislatore delegato. Se infatti la direttiva BRRD all'Art. 32 delinea i tre obiettivi in maniera statica e congiunta (alla quale deve far seguito una mole di disposti non certo esigua per spiegare quando si tratti di un'azione di risoluzione e quanto invece di altre misure), il D.Lgs. 180/2015 attraverso i soli due articoli 17 e 20 descrive l'iter logico che l'autorità di risoluzione (per quanto di sua competenza la Banca d'Italia o il *Single Resolution Board*) deve seguire per stabilire quale azione sia da intraprendere. Possiamo per questo affermare che il decreto di recepimento della direttiva in qualche modo proceduralizza i presupposti alla risoluzione, in una sequenza che facilita l'implementazione della politica di risoluzione, costituendo un ottimo *vademecum* per qualsiasi funzionario concretamente impegnato nell'esercitare i compiti a lui affidati.

definito dal secondo comma del medesimo articolo, come quella situazione alternativamente contraddistinta da irregolarità nell'amministrazione o da violazioni di disposizioni legislative, regolamentari o statutarie, da perdite patrimoniali eccezionalmente gravi, da passività superiori alle attività, dall'impossibilità di ripagare i debiti a scadenza o ancora se l'ente necessariamente debba far ricorso ad un intervento pubblico straordinario²⁷² per evitare con la propria crisi di intaccare la stabilità del sistema²⁷³. Le situazioni sopra descritte costituiscono i presupposti alle misure di intervento, purché siano suffragate da elementi oggettivi²⁷⁴ che rendano ragionevolmente credibile il verificarsi del dissesto nell'immediato futuro.

Questi due requisiti sono necessari ad avviare un'azione di risoluzione, ancorché non sufficienti se ad essi non se ne abbinasse un terzo. Se ci fermassimo a questi potremmo soltanto optare per una svalutazione o conversione degli strumenti di capitale²⁷⁵ - operazione altrimenti nota come «*write-down* ristorativo» - mentre

²⁷² Questa previsione può essere considerata come un'eredità delle strette condizionalità imposte da parte tedesca agli interventi dell'ESM nella seconda fase di crisi, per la ricapitalizzazione delle banche in difficoltà. A chi volesse approfondire l'argomento, si consiglierebbe la lettura di Boone P. et Johnson S., 2011, *Europe on the Brink*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, n. 13/2011.

²⁷³ Si noti come tale requisito, presente già nella normativa europea, sia in qualche modo una sbavatura rispetto all'intera formulazione della direttiva. Se infatti gli altri presupposti sono sintomatici (e quindi valgono tanto per il dissesto attuale come quello potenziale), il presupposto degli aiuti di Stato è oggettivo al limite della ricorsività. La direttiva a più riprese ribadisce che l'intervento pubblico costituisca un elemento eccezionale nell'economia delle procedure di risoluzione. In linea di massima l'intervento statale dovrebbe essere sussidiario al salvataggio esterno. Se così formulata la disposizione finisce per mischiare l'effetto con la causa e se la sequenza deducibile dalla sistematica lettura della direttiva dovrebbe essere: presupposti -> scelta dell'opzione di intervento -> azione di risoluzione e all'interno di questa l'intervento pubblico quando necessario. Una lettura che facesse aggio sul tenore letterale potrebbe indurre attori nazionali a forzare la mano su questa crepa e a delineare una sequenza alternativa, che diventerebbe: intervento pubblico -> presupposto per la risoluzione -> azione di risoluzione che legittima il precedente intervento (pur con la previa applicazione, per come vedremo oltre, di una svalutazione o conversione minima dell'8% delle passività totali del soggetto posto a risoluzione), in maniera totalmente elusiva degli obiettivi della direttiva stessa. *De iure condendo* potrebbe essere opportuno espungere tale requisito da quelli della direttiva, perché costitutivamente diverso dagli altri e tutto sommato mal coordinato con il complesso della direttiva.

²⁷⁴ D.Lgs. 180/2015, Art. 17, c. 2, lett. e).

²⁷⁵ D.Lgs. 180/2015, Art. 20, c.1, lett. a). La direttiva con un'impostazione lievemente diversa all'Art. 31, p. 1, lett. b) prevede che fra le condizioni vi sia quella per cui «non si può ragionevolmente prospettare che qualsiasi misura alternativa per l'ente in questione, [...] sotto forma di intervento del settore privato o di azione di vigilanza, tra cui misure di intervento precoce o di svalutazione o di conversione contrattuale degli strumenti di capitale pertinenti [...] permetta di evitare il dissesto dell'ente in tempi ragionevoli». Di rimando all'Art. 59 prevede che la svalutazione possa essere praticata al di fuori o all'interno dell'azione di risoluzione. Tale ultima previsione appare se non altro ridondante, dal momento che di per sé la svalutazione altro non è che un «fratello minore del

per avviare una risoluzione serve qualcosa di più. Deve essere infatti accertato il presupposto dell'interesse pubblico alla risoluzione²⁷⁶. Qualora invece tale interesse non sia ravvisato, occorrerebbe, qualora non siano prospettabili alternative, ricondursi alle ordinarie procedure concorsuali e in Italia appunto alla liquidazione coatta amministrativa²⁷⁷.

Per accertare il requisito dell'interesse pubblico è necessaria una valutazione *ex ante*²⁷⁸ (vedremo poi quale sia invece lo scopo della valutazione *ex post*), effettuata da un esperto indipendente²⁷⁹, la quale oltre ad accertare la sussistenza delle condizioni per una risoluzione, deve altresì stimare il volume di attività e di passività dell'ente in dissesto e provvedere a fornire indicazioni sugli strumenti concretamente impiegabili e sull'estensione (a quali strumenti e in che quantità) dei poteri di svalutazione e di conversione. La valutazione deve peraltro essere ispirata ai criteri di prudenza²⁸⁰, soprattutto per quanto concerne i tassi di insolvenza e dell'entità delle perdite, in modo tale da permettere margini di manovra nel caso in cui lo scenario si riveli negativo. Nei casi in cui la gravità della situazione imponga una decisione rapida, è prevista una valutazione provvisoria, che sarà dipoi integrata e sostituita da una valutazione definitiva, la quale anche se formulata contestualmente alla valutazione *ex post* rimane da questa distinta²⁸¹.

Va detto peraltro che la valutazione *ex ante* dell'interesse pubblico, per quanto con precisione siano definiti gli standard e per quanto sia accurato il lavoro di un

bail-in» (Stanghellini L., 2016, *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, op. cit., p. 576), limitato ai soli strumenti di capitali, sicché nel caso in cui si ricada nell'azione di risoluzione, la categoria potrebbe benissimo essere ricompresa all'interno del bail-in, che procede mediante identico meccanismo.

²⁷⁶ D.Lgs 180/2015, Art. 20, c.2.

²⁷⁷ Ai sensi degli Artt. 80 e ss., D.Lgs. 385/1993.

²⁷⁸ La disciplina della valutazione *ex ante* si rinviene all'Art. 36 della Direttiva 2014/59/UE, mentre nel diritto interno è contenuta agli Artt. 23 - 26 del D.Lgs. 180/2015.

²⁷⁹ La nozione di indipendenza è chiarita dalle norme tecniche dell'EBA. Cfr. EBA/RTS/2015/07, Final Report, Draft Regulatory Technical Standards on independent valuers under Article 36(14) of Directive 2014/59/EU, 6 Luglio 2015.

²⁸⁰ Art. 24, c. 2, D.Lgs. 180/2015. Sui criteri di prudenza a norma del p. 15, dell'Art. 36 della Direttiva 59/2014/UE è prevista l'elaborazione di norme tecniche dell'EBA. al momento sia per la valutazione *ex ante* che *ex post* è disponibile un *consultation paper* in cui sono pervenuti i contributi degli operatori. Cfr. EBA/CP/2014/38, Draft Regulatory Technical Standards on valuation under Directive 2014/59/EU.

²⁸¹ Direttiva 2014/59/UE, Art. 36, p. 10; c. 3, Art. 25, D.Lgs. 180/2015.

esperto indipendente, presenterà sempre, a fronte dell'ampia mutevolezza dei fenomeni empirici e dell'estrema reattività degli operatori alla struttura di incentivi posta dalla regolazione, notevoli margini di apprezzamento.

Sul tema dell'interesse pubblico va inoltre sottolineata un'asimmetria esistente fra enti di maggiori dimensioni e quelli di dimensioni inferiori. Ci si può infatti realisticamente attendere che le ricadute della crisi di un ente significativo sulla stabilità sistemica siano tutto fuorché trascurabili, (in fondo proprio su questa constatazione si fondava l'idea del *too-big-to-fail*), sicché sarà lecito aspettarsi che un interesse pubblico in questi casi vi sia sempre²⁸². Per gli enti di dimensioni inferiori il discorso si fa più complesso, dal momento che potrebbe non prodursi contagio alcuno al sistema a seguito di un eventuale fallimento. Peraltro spesso nemmeno dal punto di vista dei creditori può essere ravvisato con facilità un interesse, giacché mantenere in vita un ente in perdita sul lungo periodo può rivelarsi costoso al punto da far preferire una morte indolore (o quasi) ad una protratta agonia. In tutti questi casi - e potrebbe essere in Italia quello di una piccola banca di credito cooperativo - l'individuazione di un interesse pubblico alla risoluzione deve essere indirizzata altrove. L'elemento da valutare sarà piuttosto quello del «radicamento territoriale». Nella storia del nostro ordinamento bancario gli istituti cooperativi nascono per fornire i necessari finanziamenti ad attività svantaggiate sotto i margini di profittabilità²⁸³. Il punto di vista potrebbe

²⁸² *De iure condendo*, l'interesse pubblico potrebbe essere trasformata in presunzione per gli enti di maggiori dimensioni, in modo tale da non aggravare ulteriormente le procedure di valutazione, in un contesto in cui l'intera azione di risoluzione - per come vedremo - deve chiudersi in tempi strettissimi. Di questo avviso peraltro si è mostrata Danièle Nouy, presidente del Comitato di Risoluzione Unico, durante la sua *lectio magistralis* all'università La Sapienza di Roma. Per chi volesse avere contezza dei temi trattati nel suo intervento, si raccomanderebbe la lettura di Nouy D., 2016, Speech by Danièle Nouy, *Chair of the Supervisory Board of the ECB, at Università Sapienza di Roma*, Keynotes, Banca Centrale Europea, reperibile all'indirizzo <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/speeches/date/2016/html/se161121.en.html> Per contro è più difficile ravvisare un interesse pubblico per banche di minori dimensioni, come è stato recentemente mostrato dal caso di BCC Crediveneto, la quale è stata posta in liquidazione. Sul punto si rimanda a Banca d'Italia, 2016, *Liquidazione della BCC Crediveneto*, Comunicazione, 16 Maggio.

²⁸³ Non a caso tali enti erano in tempi non remoti denominati casse rurali ed artigiane, a sottolineare la propria natura mutualistica, nei due settori ove prevalentemente operavano. Sul tema vd. Presti G.M.G., 1994, *Dalle casse rurali ed artigiane alle banche di credito cooperativo*, articolo apparso su «Banca, Borsa e Titoli di Credito», Anno 20, fascicolo 1, pp. 167 - 199; Cannari L. et Signorini L.F., 1996, *Localismo, spirito cooperativo ed efficienza: elementi per un'analisi economica delle banche di credito cooperativo*, Banca d'Italia, Tema di discussione del Servizio Studi n. 274, Luglio. Sulle casse rurali ed artigiane si veda anche la monografia Santoro V., 1984, *Profili funzionali e operativi delle Casse Rurali e Artigiane*, Quaderni di «Banca, Borsa e Titoli di Credito», Anno I, Giuffrè, Milano. Sui presupposti storici che portarono a delineare il modello mutualistico del

quindi essere rovesciato e anziché ai creditori, potrebbe essere necessario rivolgere l'attenzione ai debitori dell'ente (soggetti sui quali per vero la normativa sulla risoluzione è silente). Come infatti è stato rimarcato, possono essere evidenziati costi non trascurabili gravanti sulle imprese «che abbiano ricevuto dalla banca in liquidazione coatta linee di credito a breve, che non riescono a sostituire con immediatezza con altrettante linee di credito»²⁸⁴. L'interesse pubblico anziché sul mantenimento della stabilità finanziaria, potrebbe in questi casi essere identificato nell'evitare che si producano conseguenze deteriori sull'economia reale e su soggetti i quali nello svolgere la propria attività, abbiano messo in pratica ogni condotta diligente e abbiano dimostrato merito di credito²⁸⁵. L'interesse pubblico per gli istituti di minori dimensioni può pertanto essere l'interesse a che la crisi di un ente bancario non si riverberi in maniera negativa sul tessuto economico-sociale del territorio in cui l'ente è insediato.

Va rimarcato però a parziale controbilanciamento che definita in tali termini la nozione, essa diverrebbe ampia a tal punto, da potervi fare rientrare qualsiasi crisi bancaria, giacché per quanto limitate siano le dimensioni di un ente, vi sarà sempre una ricaduta negativa sul contesto in cui opera (da cui a maggior ragione occorre valorizzare il versante preventivo della normativa di riferimento). Pertanto un certo grado di discrezionalità nell'apprezzare l'interesse pubblico rimarrà ineliminabile, ma non è questo necessariamente un male. Se fosse soltanto la normativa primaria a definire l'interesse pubblico, la procedura finirebbe per risultare ingessata all'interno dei troppo angusti limiti della normativa primaria. Nondimeno l'ordinamento bancario e finanziario è soggetto ad una evoluzione

credito, il riferimento è invece a Muzzioli G., 1983, *Banche e agricoltura - Il credito all'agricoltura italiana dal 1861 al 1940*, Il Mulino, Bologna.

²⁸⁴ Stanghellini L., 2016, *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, op. cit., pp. 572 - 573.

²⁸⁵ L'obiezione a questo ragionamento può essere quella per cui ogni tipo di attività comporta precisi rischi e compete all'imprenditore tenerne debito conto. Nondimeno i possibili controargomenti sono almeno due: in primo luogo parliamo di soggetti i quali per capacità e per dimensioni sono concretamente impossibilitati a trarre valutazioni precisi sullo stato di salute degli enti cui si rivolgono. In aggiunta va sottolineato come - nel nostro ordinamento soprattutto - il rapporto fra cliente e banca assume i contorni del rapporto fiduciario. In un contesto in cui la nuova normativa già rischia di incrinare il rapporto suddetto, escludere platee ampie di soggetti dalle garanzie offerte dalla risoluzione, finirebbe per aggravare a cascata il possibile *vulnus* nella fiducia verso il sistema bancario. In tal senso dunque sono da considerarsi legittime interpretazioni estensive dell'interesse pubblico, che in questo caso potrebbero fare aggio sulla continuità delle funzioni essenziali, richiamate fra gli obiettivi dell'Art. 31 della Direttiva BRRD, che costituiscono il parametro precipuo per il riscontro dell'interesse suddetto.

incessante e sostenuta nel ritmo, che rende preferibile sia l'esperto indipendente, con riferimento anche alla normativa secondaria delle autorità tecniche, le quali dispongono di un livello di competenze nel settore superiori a quelle del legislatore, a valutare caso per caso se l'interesse concretamente sussista o meno. Inoltre difficilmente sarebbe ipotizzabile espungere il riferimento ad un interesse pubblico dalla politica di risoluzione, dal momento che vi è certamente la spendita di un potere coercitivo, che comporta come conseguenza un sacrificio di diritti individuali, altrimenti difficilmente giustificabile. Se per quanto attiene all'operato del legislatore e del governo infatti, il grado di coercizione è legittimato dall'interesse generale, espresso mediante il circuito politico-rappresentativo, nel caso delle autorità indipendenti a maggior ragione dell'autorità di risoluzione è necessario qualcosa di più ristretto e definito di un interesse generale tacito ed immanente. Questo *primum movens* potrebbe essere ravvisato in un interesse pubblico, nozione più ristretta dell'interesse generale ed astratto, che sottende per esempio all'adozione anche da parte di autorità di settore di atti normativi secondari²⁸⁶. L'interesse pubblico dal canto suo, sebbene possa essere indeterminato nella forma, sarà pur sempre gravato dal vincolo teleologico cui soggiacciono le autorità indipendenti, in quanto pubbliche amministrazioni. I contorni di questo interesse sono peraltro quelli definiti dalla stessa normativa primaria, che non a caso lo qualifica e lo sostanzia²⁸⁷ come il rispetto degli obiettivi della risoluzione a norma dell'Art. 31 della BRRD. In definitiva quindi, anche precisabile nei contenuti caso per caso, l'interesse pubblico appare un presupposto ineliminabile per l'esercizio dei poteri di risoluzione.

²⁸⁶ La cura di un interesse generale è stato uno di quegli elementi che hanno portato a riconoscere in capo alle autorità indipendenti la possibilità, a certe condizioni, di adottare atti normativi. Questo fu certamente uno degli elementi cardine dell'ormai desueta (e per certi versi dannosa) ricostruzione dell' «ordinamento sezionale del credito», da cui poi anche la qualificazione dell'attività bancaria come «servizio pubblico in senso oggettivo» (Giannini M.S., 1949, *Istituti di credito e servizi di interesse pubblico*, articolo apparso su «Moneta e Credito», Anno 2, n. 5. Peraltro la vicenda della qualificazione dell'attività bancaria come servizio pubblico ebbe risvolti giurisprudenziali quanto meno insoliti. Nelle more del recepimento della Direttiva 77/780/CE, che pure andava chiaramente nella direzione di un'apertura al mercato, e a fronte del c. 1, n. 4, dell'Art. 2195 Cod. Civ., che annoverava quella bancaria fra le attività imprenditoriali, ancora in Cass. Sez. Un. 10 Ottobre 1981, si parlava del predetto «servizio pubblico in senso oggettivo». Sarebbe stata la magistratura amministrativa, segnatamente TAR Basilicata, 24 Maggio 1985, a modificare per prima l'orientamento, con successivo ripensamento anche della Suprema Corte. A chiarire definitivamente la questione sarebbe subentrata la Legge 74/1985, con relativo D.P.R. 350, che nel recepire la Prima Direttiva Banche superava definitivamente l'idea del pubblico servizio).

²⁸⁷ Direttiva 59/2014/UE, Art. 32, p. 5.

II.1.d.2. Principi della Risoluzione

Se quelli sopra mostrati sono gli obiettivi ed i presupposti, occorre ora domandarsi in quale modo prenda forma un'azione di risoluzione. A tale riguardo il Decreto Legislativo 180/2015 all'Art. 22²⁸⁸ enuncia quali siano i principi che devono essere rispettati nella procedura e che consistono in:

1. Priorità nella perdita da parte degli azionisti e successiva aggredibilità delle pretese creditorie secondo l'ordine previsto dalla direttiva;
2. Tendenziale *par condicium creditorum* (vedremo però come ai sensi della stessa disciplina di risoluzione la parità di trattamento possa subire alcune deroghe);
3. Principio del *no creditor worse off*;
4. Esenzione dei depositi protetti;
5. Sostituzione dell'organo di amministrazione e dell'alta dirigenza, fermo il loro dovere di collaborare alla risoluzione;
6. Garanzie procedurali;
7. Responsabilità penali;
8. Minimizzazione dell'impatto sulla stabilità finanziaria.

Cerchiamo quindi di spiegarne brevemente il significato. 1. Gli azionisti rispondono per primi, in pieno accordo con l'idea invero consolidata per cui l'azione, in quanto conferisce una quota di proprietà dell'impresa, sia capitale di rischio. Di qui sorge dunque l'esigenza di addossare i costi della risoluzione prima di tutto sui titoli azionari, i quali *ab origine* sono connaturati dal rischio di attività. Il problema sorge invece per le altre pretese creditorie, per le quali - come avremo modo di approfondire parlando del bail-in - è la direttiva stessa a descrivere un preciso ordine, il quale in sintesi prevede che vengano intaccate in sequenza le obbligazioni subordinate, le obbligazioni ordinarie e i depositi non protetti. Si noti come in qualche modo tale ordine rifletta la gerarchia concorsuale²⁸⁹ tradizionale,

²⁸⁸ Identiche previsioni si ritrovano a monte nell'Art. 34 della Direttiva 59/2014/UE. In questo caso la disciplina nazionale e quella della direttiva collimano. Del pari gli stessi requisiti sono indicati con riferimento all'Unione Bancaria, all'Art. 15 del Regolamento UE 806/2014.

²⁸⁹ Sul punto vd. Messineo D., 2016, *Il provvedimento «salva-banche»: il trattamento di azionisti e creditori nella nuova disciplina delle crisi bancarie*, articolo apparso su «Quaderni Costituzionali», n. 1/2016, pp. 102 - 105, p. 105: «Anzitutto, l'art. 52, d.lgs. 180/15 prevede che il coinvolgimento di

sebbene con un approccio rovesciato. Se infatti la gerarchia concorsuale era tradizionalmente intesa nei termini della diversa priorità del rimborso, al contrario l'ordine di svalutazione e conversione descrive una «posizione di responsabilità». Per utilizzare due immagini si dovrebbe pensare alla gerarchia concorsuale come ad una fila di parenti giunti a spartirsi le spoglie di un povero defunto. Chi è primo in fila vedrà soddisfatte le proprie pretese con maggiore probabilità di chi si trova al fondo; ma di soddisfazione si tratta. Al contrario lo strumento del bail-in rassomiglierebbe piuttosto alle schiere di soldati pronti a far fuoco contro la crisi bancaria, per ricacciarla indietro. In questo caso in prima linea vi sono i detentori di azioni, seguiti per grado dalle diverse tipologie di creditori, mentre i depositi non garantiti, che si trovano nella retroguardia, tutto sommato possono attendersi - come argomentaremo nel capitolo successivo - di sopravvivere illesi alla battaglia. La differenza fra questi due scenari è quella per cui mentre nel primo l'obiettivo è quello della tutela - fin dove possibile - delle pretese creditorie, nel secondo invece il fine è il superamento della crisi bancaria, nel cui interesse tutti coloro i quali vantano posizioni attive nei confronti dell'ente o del gruppo in dissesto sono in diverso grado vincolati ad un patto di corresponsabilità²⁹⁰.

2. In ogni caso, che si tratti di eredità o di battaglia, i compagni di fila dovrebbero ricevere lo stesso trattamento. In questo in buona sostanza risiede l'idea della *par condicium creditorum*, ovvero quel principio in forza del quale le pretese di una stessa classe dovrebbero ricevere uguale trattamento²⁹¹. All'interno del

azionisti e creditori avvenga secondo un ordine ben definito, partendo dai titoli (appunto, le azioni) che, secondo la gerarchia fallimentare, sono maggiormente esposti al rischio delle perdite, per poi progressivamente passare - se la riduzione delle azioni non è sufficiente - alle altre tipologie di strumenti rilevanti. Inoltre, l'art. 29, c. 3, esige che l'importo della riduzione o della conversione sia limitato alla misura necessaria a coprire le perdite o ad assicurare il ripristino del c.d. capitale regolamentare».

²⁹⁰ Nondimeno tale impostazione ha sollevato talune critiche, da parte di coloro i quali hanno voluto dare una lettura espansiva della «tutela del risparmio in tutte le sue forme» contenuta all'Art. 47 della Costituzione o del diritto di proprietà ex Art. 42 Cost. Per una lettura ragionata su questi temi si veda Rimini E. et Picciau C., 2016, *The new banking crisis resolution mechanism introduced in Italy implementing bail-in measures: issue of constitutionality*, Constitutional Values in Contemporary Legal Space, Raccolta di saggi in occasione della VI Conferenza Scientifica Internazionale della Facoltà di Legge dell'Università della Lettonia, Vol. I, pp. 335 - 355.

²⁹¹ Si noti come in questo caso la disciplina dell'ordinamento bancario, la quale solitamente presenta i caratteri della specialità, si può ricondurre sostanzialmente al diritto ordinario. La *par condicio* deve tuttavia essere intesa in forma di tassi e non di valore assoluto. In altre parole non è

meccanismo del *bail-in* la svalutazione o il tasso di conversione²⁹² dovranno pertanto applicarsi in maniera uniforme all'interno della medesima classe di creditori.

3. Non sarà sfuggito tuttavia ad una lettura attento il reiterato uso del condizionale. Precisamente la protasi di questo periodo ipotetico risiede nel principio del *no creditor worse off* (NCWO), in base al quale nessun creditore può subire un trattamento peggiore di quello che avrebbe subito a seguito di una procedura di liquidazione ordinaria²⁹³. L'intento è quello di promuovere un uso degli strumenti di risoluzione informato al principio di proporzionalità²⁹⁴, che eviti un sacrificio troppo ampio da parte dei creditori²⁹⁵. Ovviamente anche in questo caso il principio si presta a trovare applicazione soprattutto con riferimento al

garantita a tutti una stessa somma (non sarebbe agire secondo giustizia, se uno vantasse un credito di 100 e un altro di 50, erogare ad entrambi lo stesso importo). Per un'illustrazione efficace della *par condicio creditorum*, si veda Torrente A. et Schlesinger P., 2015, *Manuale di Diritto Privato*, Giuffrè, Milano, p. 469: «Se vi sono più creditori, tutti - purché intervengano tempestivamente [...] - hanno ugual diritto di soddisfarsi con il ricavo della vendita dei beni del debitore (art. 2741 cod.civ.) [...]. Così se vi sono un creditore di 100 ed uno di 50 e dalla vendita dei beni si ricavano soltanto 135, ciascuno dei creditori subirà lo stesso sacrificio: il primo prenderà 90, il secondo 45 (90 + 45 = 135); entrambi subiranno una falcidia del 10%».

²⁹² Svalutazione e conversione sono due azioni distinte, ai sensi dell'Art. 47 della Direttiva 59/2014/UE, consistenti rispettivamente nell'estinzione della pretesa o nella trasformazione di una passività ammissibile a *bail-in* in nuovo capitale azionario.

²⁹³ Cfr. Direttiva 59/2014/UE, considerando n. 5): «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».

²⁹⁴ Cfr. Direttiva 59/2014/UE, Considerando 49): «Inoltre, nell'applicare strumenti e nell'esercitare poteri di risoluzione è opportuno tenere conto del principio di proporzionalità e delle specificità della forma giuridica di un ente».

²⁹⁵ Sul punto vd. Hadjiemmanuil C., 2015, *Bank Stakeholders' Mandatory Contribution to Resolution Financing: Principle and Ambiguities of Bail-In*, saggio contenuto in AA.VV., *ECB Legal Conference 2015: From Monetary Union to Banking Union, on the Way to Capital Markets Union, New Opportunities for European Integration*, Banca Centrale Europea, Francoforte sul Meno, pp. 225 - 248, in particolare p. 243: «The NCWO principle applies to partial transfers under the other resolution tools as well as to bail-in. It requires, in particular, resolution authorities to ensure, on the basis of a valuation by an independent person, not only that the conditions for resolution (or, where applicable, a pre-resolution write down of capital instruments) exist, but also that the proposed resolution actions are appropriate and that bail-in is applied only to the necessary extent. In addition to this prior valuation, another independent valuation must take place following the implementation of the chosen resolution action, in order to establish whether the treatment of shareholders and bailed-in creditors in resolution was different from what it would have been in the counterfactual comparative scenario of the bank's liquidation».

capitale di debito rispetto a quello azionario, dal momento che a motivo della sua subordinazione alla gerarchia concorsuale²⁹⁶ quest'ultimo avrebbe ben poche pretese da avanzare in caso di liquidazione²⁹⁷. Ad accertare che non abbia avuto luogo un trattamento peggiorativo, interviene una valutazione indipendente *ex post*²⁹⁸, la quale dovrà comparare gli esiti²⁹⁹ della risoluzione con lo scenario controfattuale ipotetico che si sarebbe verificato nel caso in cui, al momento della decisione³⁰⁰ di avviare la risoluzione, si fosse proceduto invece con liquidazione

²⁹⁶ Per effetto del combinato disposto dell'Art. 91 del D.Lgs. 385/1993 e dell'Art. 111, del R.D. 267/1942 (Legge Fallimentare).

²⁹⁷ Cfr. Wojcik K.P., 2016, *Bail-in in the Banking Union*, articolo apparso su «Common Market Law Review», n. 53, Anno 2016, pp. 91 - 138, in particolare p. 120: «If [the NCWO] goal is effectively achieved, the cancellation of a share or the write down or conversion of a liability does not alter the economic situation of the respective creditor or shareholder with regard to an insolvency procedure. This is well illustrated with the example of shareholders who would not receive anything from the liquidation of the bank's assets under normal insolvency proceedings and whose shares were thus worth nothing: the cancellation of their shares through bail-in will not put them in a worse position».

²⁹⁸ D.Lgs. 180/2015, Art. 88 e direttiva 59/2014/UE, Art. 74.

²⁹⁹ Si tratta in questo caso di una valutazione sui risultati di prodotto (*output*), piuttosto che sugli esiti complessivi d'impatto della risoluzione (*outcome*). Dal momento che inoltre si inquadra nel corso della procedura stessa, al posto della dicitura di valutazione *ex post* invalsa fra i giuristi, la letteratura specifica sul tema della valutazione delle politiche pubbliche la indicherebbe come un'azione di monitoraggio. Sul punto vd. La Spina A. et Espa E., 2011, *Analisi e Valutazione delle politiche pubbliche*, op. cit.

³⁰⁰ Da molte parti è stato tuttavia evidenziato come il confronto, parametrato al momento della decisione iniziale, ben riesca a catturare quei casi in cui il sacrificio abbia ecceduto quello che si sarebbe sofferto con la liquidazione. Nondimeno è stato osservato come tale valutazione non produca effetto alcuno nel caso in cui ad essere infranto sia il principio di proporzionalità. Se infatti la stima iniziale dell'estensione di svalutazione e di conversione si rivela alla prova dei fatti più ampia rispetto alle necessità imposte dalla risoluzione, non è prevista forma di indennizzo alcuna, se la perdita per i creditori è ancora inferiore a quella che si sarebbe evitata con procedura liquidatoria. Sul punto vd. Donati J., 2016, *La ricapitalizzazione «interna» delle banche mediante bail-in*, articolo apparso su «Analisi Giuridica dell'Economia», n. 2, Anno 2016, pp. 597 - 618, in particolare pp. 613 - 614: «Il carattere esclusivamente risarcitorio della tutela assicurata, così, agli azionisti e ai creditori si giustifica con l'esigenza di garantire che gli effetti del bail-in siano percepiti dal mercato come definitivi. Tuttavia, la stabilità della cancellazione e conversione, insieme alla scelta di para- metrare il principio dell'assenza di pregiudizio al valore del patrimonio della banca nella prospettiva di una liquidazione concorsuale, fanno sì che l'aspettativa degli azionisti e dei creditori di concorrere all'eventuale surplus di risoluzione (ossia, dell'eventuale maggior valore del patrimonio della banca in una prospettiva di continuazione dell'attività) risulti interamente rimessa alla valutazione "precedente" e ai requisiti di indipendenza e professionalità dell'esperto cui tale valutazione è demandata. In altri termini, ove il surplus di risoluzione non sia stato pienamente evidenziato dalla valutazione "precedente" e, pertanto, le pretese degli azionisti e dei creditori siano state cancellate o convertite in misura maggiore di quanto sufficiente, questi ultimi non godono di alcun rimedio nel caso in cui il trattamento ricevuto risulti, comunque, non deteriore rispetto a quanto sarebbe loro spettato nella prospettiva della sottoposizione della banca a liquidazione coatta amministrativa».

ordinaria. Nel caso in cui il sacrificio eccessivo venga accertato, i meccanismi di finanziamento³⁰¹ della risoluzione provvederanno a ripianare la differenza³⁰².

4. La risoluzione non può inoltre intaccare i depositi protetti, il cui ammontare è fissato a 100.000 Euro per depositante. Tale soglia andrà valutata in maniera unitaria per uno stesso depositante, anche nel caso in cui detenga più depositi all'interno del medesimo istituto, mentre i suoi depositi presso un altro ente riceveranno un'identica garanzia fino alla soglia predetta³⁰³. Nel caso invece di cointestazione, la soglia sarà invece moltiplicata per il numero dei cointestatari³⁰⁴. Il principio di tutela dei depositi deve peraltro essere inteso nell'intento di salvaguardare la fiducia nel sistema creditizio. Sarebbe infatti paradossale improntare la normativa di risoluzione all'obiettivo della stabilità finanziaria e poi rischiare il prodursi di corse agli sportelli³⁰⁵. Per questo motivo i depositi protetti costituiscono un'esenzione in via generale dall'applicazione dello strumento del bail-in, alla quale si possono aggiungere tuttavia - come vedremo - altre esenzioni eccezionalmente previste dall'autorità di risoluzione, per meglio conseguire gli obiettivi della procedura.

5. Inoltre in fase di risoluzione è opportuno che gli organi di amministrazione e l'alta dirigenza vengano allontanati dalle funzioni esercitate. Più che in ottica punitiva in ogni caso, tale misura va ricondotta ad una natura ragionevolmente preventiva, dal momento che la *governance* che si è resa responsabile del dissesto

³⁰¹ In questo caso il fondo nazionale di risoluzione, a norma del D.Lgs. 180/2015, Art. 79, in combinato disposto con l'Art. 89 o, per i casi di propria competenza, il Fondo di Risoluzione Unico, ai sensi del Regolamento UE 806/2014, Art. 76.

³⁰² D.Lgs. 180/2015, Art. 89 e Direttiva 59/2014/UE, Art. 76. La preferenza per i depositi protetti è contenuta all'Art. 91, c. 1-bis, lett. b, n.1 del D.Lgs. 385/1993 è inoltre stata ampliata, con efficacia a far data dal 1 gennaio 2019, anche ai depositi diversi da quelli immediatamente tutelati dalla BRRD (ovvero i depositi delle persone fisiche), ai sensi dell'Art. 3, c. 9 del D.Lgs. 181/2015.

³⁰³ Direttiva 49/2014/UE, Art. 7, p. 1.

³⁰⁴ Direttiva 49/2014/UE, Art. 7, p. 2.

³⁰⁵ Vd. Direttiva 59/2014/UE, considerando 71): «Essendo la protezione dei titolari di depositi protetti uno degli obiettivi più importanti della risoluzione, è opportuno che lo strumento del bail-in non incida sui depositi protetti, anche se il sistema di garanzia dei depositi dovrebbe contribuire comunque a finanziare il processo di risoluzione assorbendo le perdite a concorrenza delle perdite nette che avrebbe dovuto sostenere dopo aver indennizzato i depositanti nella procedura ordinaria di insolvenza».

difficilmente potrebbe continuare a gestire l'ente in fase di risoluzione. Inoltre è opportuno che l'organo così nominato possa direttamente gestire l'impresa, in accordo con le scelte dell'autorità di risoluzione. Va rimarcato peraltro che l'amministrazione speciale all'interno dell'azione di risoluzione³⁰⁶ è cosa diversa tanto dalla rimozione degli organi di vertice, che abbiamo contestualizzato all'interno delle misure di intervento precoce, quanto dall'amministrazione straordinaria, la quale si ascrive alle procedure di diritto fallimentare «classico», precedenti quindi alla normativa europea di risoluzione, sebbene da questa pesantemente innovata. L'amministrazione speciale peraltro persegue gli obiettivi che sono propri della procedura di risoluzione³⁰⁷ e in ogni caso tali obiettivi debbono prevalere, in caso di contrasto, anche su quelli statutari dell'ente o su quelli previsti dal diritto nazionale. In definitiva, dunque, l'amministrazione speciale all'interno della procedura di risoluzione agisce come un fluidificatore, capace di raccordare la gestione dell'ente in dissesto alle indicazioni provenienti dall'autorità di risoluzione.

6. La procedura di risoluzione peraltro cerca di far salve in massimo grado le garanzie degli azionisti e di chi vanta una pretesa nei confronti dell'istituto³⁰⁸. Tali salvaguardie sono quelle esplicitate al Titolo VI del D.Lgs. 180/2015, le quali ricomprendono fra le altre anche il principio di trattamento non peggiorativo rispetto a quello della liquidazione, di cui già si è detto. Insieme al *NCWO*, trovano spazio tuttavia anche protezioni ulteriori a favore di determinate tipologie di rapporto³⁰⁹, che ricomprendono gli accordi di garanzia, i contratti di garanzia

³⁰⁶ Direttiva 59/2014/UE, Art. 35 e D.Lgs. 180/2015, Art. 60.

³⁰⁷ Direttiva 59/2014/UE, Art. 35, p. 3.

³⁰⁸ Tali garanzie sono state tuttavia da alcuni ritenute non coerenti con una lettura estensiva dell'Art. 47 della Costituzione, laddove prevede che la Repubblica tuteli il risparmio *in tutte le sue forme*. Siffatto intendimento, coerente soltanto con una garanzia implicita da parte del settore pubblico, finirebbe tuttavia per costituire una totale deresponsabilizzazione da parte dei risparmiatori. Una lettura più tenue del dettato costituzionale, può invece meglio conciliarsi con l'esenzione dei depositi garantiti. Peraltro la stabilità finanziaria è essa stessa forma di tutela del risparmio, poiché nella misura in cui si preserva la fiducia nel sistema bancario, allo stesso modo si può garantire quel flusso di risparmio-credito cui l'Art. 47 fa riferimento. Sul punto vd. Rossi S., 2016, *Intervento di Chiusura del Direttore Generale Banca d'Italia e Presidente IVASS*, Atti del Convegno «La tutela del risparmio nell'Unione Bancaria», Roma, 5 Maggio; Della Luna Maggio L., 2015, *Il Risparmio tra tutele costituzionali e interventi legislativi*, articolo apparso sulla rivista dell'Associazione Italiana dei Costituzionalisti, n. 4/2015.

³⁰⁹ Direttiva 59/2014/UE, Art. 76, p. 2 e D.Lgs. 180/2015, Art. 90, c. 2.

finanziaria con trasferimento del titolo di proprietà, gli accordi di compensazione, gli accordi di *netting*, relativi al sistema di pagamenti, le obbligazioni garantite e gli strumenti di finanza strutturata a queste equiparati in termini di garanzia³¹⁰. Infine fra le salvaguardie è ricompresa anche la possibilità di ricorso avverso gli atti dell'autorità di risoluzione innanzi al giudice amministrativo³¹¹, nei confronti dei quali tuttavia il decreto legislativo prevede una presunzione in favore del loro mantenimento. In altre parole deve essere provato per la sospensione che gli atti in questione non siano rilevanti ai fini della stabilità finanziaria. In questo caso infatti la sospensione di un provvedimento potrebbe recare un pregiudizio tale alla risoluzione, da rendere preferibile il suo mantenimento fino a quando non sia almeno provato che la sua rimozione non produca effetti negativi. A parte questa previsione peculiare, la direttiva non si occupa di disciplinare una procedura speciale e rimanda invece alle previsioni ordinarie del Codice del Processo Amministrativo³¹². L'azione di risoluzione è infatti tutta volta al conseguimento degli obiettivi espressi della BRRD, ma non per questo si pone con *vis derogatoria* rispetto ad altri profili giuridici.

7. Allo stesso modo la direttiva lascia impregiudicate le responsabilità civili e penali, in capo a coloro che con dolo o con colpa hanno provocato il dissesto dell'ente. Tali responsabilità verranno pertanto accertate e perseguite a termini di legge, mentre i provvedimenti previsti dalla disciplina di risoluzione, come recita l'ottavo principio, 8. «sono volti a ridurre al minimo gli effetti negativi della risoluzione sulla stabilità finanziaria»³¹³, la tutela della quale resta il fulcro autentico della procedura di risoluzione. In definitiva dunque la risoluzione rimane circoscritta al suo scopo precipuo di superamento della crisi bancaria, senza coinvolgere per questo gli altri profili variamente collegati al dissesto

³¹⁰ Si noti in particolare come queste tipologie di rapporto siano in buona parte coincidenti con le esenzioni in via generale previste dall'applicazione del bail-in, ai sensi dell'Art. 49 del D.Lgs. 180/2015 e dall'Art. 44 della Direttiva 59/2014/UE.

³¹¹ Art. 95, D.Lgs. 180/2015.

³¹² In particolare gli Artt. 119, 128, 133 e 135, D.Lgs. 104/2010.

³¹³ D.Lgs. 180/2015, Art. 22, c. 1, lett. h).

dell'ente o del gruppo, i quali ricadranno ora sotto la disciplina speciale bancaria ora sotto quella generale.

II.1.d.3. Gli strumenti della risoluzione

Se la stabilità finanziaria è al tempo obiettivo e principio della risoluzione, la direttiva BRRD non la enuncia semplicemente in guisa di un criterio guida da tenere presente al momento della decisione da parte delle autorità; al contrario mette in piedi uno strumentario tipico della procedura³¹⁴, che annovera le diverse figure della vendita delle attività, dell'ente ponte, della separazione delle attività e del *bail-in*³¹⁵. Tali misure possono essere adottate singolarmente o in combinazione fra loro³¹⁶, a seconda dell'entità del dissesto e delle esigenze concretamente evidenziate caso per caso³¹⁷.

Una distinzione fondamentale da operare fra gli strumenti della risoluzione è quella che attiene alla loro prospettiva rispetto alla situazione che dovrebbe emergere a seguito della crisi (e quindi della loro applicazione). È infatti possibile ripartire le misure elencate sopra fra soluzioni di *going concern* e soluzioni di *gone*

³¹⁴ Direttiva 59/2014/UE, Capo IV e D.Lgs. 180/2015, Art. 39.

³¹⁵ La terminologia del legislatore delegato italiano è lievemente diversa, dal momento che il c. 1 dell'Art. 37 del D.Lgs. 180/2015 così recita: «Sono misure di 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». Al di là del *nomen* impiegato tuttavia le lett. a) e c) corrispondono nella sostanza alla vendita delle attività e alla separazione delle attività.

³¹⁶ Ad eccezione della separazione delle attività [cessione di beni e rapporti giuridici a una società veicolo per la gestione delle attività], la quale in base al p. 5, dell'Art. 37, della Direttiva 2014/59/UE, può soltanto accompagnarsi ad uno degli altri strumenti.

³¹⁷ Questo elemento di discrezionalità tecnica a maggior ragione dovrebbe farci propendere per considerare la disciplina in tema di risoluzione non tanto come una procedura sclerotizzata, quanto più come uno strumentario dalle molteplici possibilità di combinazioni. Sul punto vd. Stanghellini L., 2014, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in AA.VV., Atti del Convegno «Dal Testo Unico Bancario all'Unione Bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri», Roma, 16 Settembre 2013, Quaderni di ricerca giuridica, Banca d'Italia, n. 75, pp.147 - 176, in particolare p. 155«È importante notare che cosa identifica il termine “resolution”, centrale in tutta l'architettura del sistema che si va delineando. Tale termine, nella versione italiana della direttiva (almeno quanto al progetto del 2012), è stato tradotto come “risoluzione”. Ad un attento esame, tuttavia, esso identifica 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».

*concern*³¹⁸, la cui differenza consiste nell'idea che il soggetto giuridico preesistente venga conservato oppure sostituito da un soggetto nuovo (quando non estinto del tutto). Dietro questo modo di intendere, allora i primi tre strumenti - vale a dire la vendita delle attività, l'ente ponte e la separazione delle attività - vengono a configurarsi come strumenti di *gone concern*³¹⁹, mentre il bail-in, poiché è tutto rivolto al salvataggio interno dell'ente o del gruppo in difficoltà, è invece classificabile come di *going concern*³²⁰. A questo punto in ogni caso servono alcune precisazioni. Si ricorderà che si era detto che fra gli obiettivi della risoluzione vi fosse la continuità. Si può però conciliare un obiettivo di questo genere con una prospettiva di decadimento (*gone concern*)? In realtà l'operazione è possibile, dal momento che più precisamente la direttiva parla di «continuità delle funzioni»; che poi queste siano esercitate dallo stesso soggetto entrato in risoluzione o da un soggetto distinto è irrilevante ai fini della ricaduta sulla stabilità finanziaria. Si può quindi affermare che nell'ottica della direttiva l'importante è che sia assicurata la continuità dei compiti assolti dall'ente posto in risoluzione (al fine di minimizzare l'impatto sull'attività economica svolta da altri operatori), senza troppo riguardo per il soggetto che effettivamente li esercita. Nei riguardi di soggetti terzi, destinatari indiretti della normativa di risoluzione, può infatti non essere così determinante se a svolgere le funzioni dell'ente in dissesto sia l'ente medesimo o un altro soggetto, per esempio un ente ponte o una società a cui siano cedute le attività. La prospettiva di continuità o di decadimento non deve pertanto essere riferita all'operatività bancaria in sé, che anzi la normativa in parola cerca

³¹⁸ Leggio V., 2015, *Italian crisis management procedures in the banking sector*, in AA.VV., Siclari D., a cura di, *Italian Banking and Financial Law*, Vol. IV, Crisis Management Procedures, Sanctions, Alternative Dispute Resolution, Systems and Tax Rules, Palgrave Macmillan, pp. 4 - 60.

³¹⁹ A questo proposito l'indizio per cui la direttiva lascia trasparire che le tre misure suddette possano essere classificate insieme sotto la voce di *gone concern* è quello contenuto al p. 4, dell'Art. 34, dove esse vengono paragonate agli strumenti già menzionati nelle direttive di armonizzazioni riguardanti le procedure di insolvenza: «Qualora a un ente o entità [...] sia applicato lo strumento per la vendita dell'attività d'impresa, lo strumento dell'ente-ponte o lo strumento della separazione delle attività, detto ente o entità, è considerato oggetto di una procedura fallimentare o di una procedura di insolvenza analoga ai fini dell'articolo 5, paragrafo 1, della direttiva 2001/23/CE del Consiglio».

³²⁰ Non è così tuttavia per la versione del *bail-in* contenuta nel Dodd Frank Act, che lo descrive come un ordinario strumento liquidatorio. In particolare nel contesto americano il *bail-in* è inteso come un mezzo per garantire sufficiente liquidità alle imprese figlie in caso di fallimento della capogruppo (negli Stati Uniti il riferimento è sempre alla capogruppo per via dell'approccio cosiddetto di *Single Point of Entry*, spesso abbreviato SPoE). Per maggiori dettagli si consiglia la lettura di Avgouleas E. et Goodhart C., 2014, *A critical evaluation of bail-in as a bank recapitalisation mechanism*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 10065.

in massimo grado di preservare, bensì al soggetto sottoposto a risoluzione. Nel caso del bail-in in particolare l'applicazione di questo strumento comporterà che all'esito dell'azione di risoluzione l'ente rimanga, seppur a fronte delle opportune modifiche sugli assetti interni di *governance* e sulla composizione del proprio portafoglio di attività, lo stesso che si accosta all'azione di risoluzione. Per gli altri tre strumenti invece l'ente in dissesto concluderà il proprio ciclo di vita, mentre il suo «lascito» verrà raccolto da altre entità, già esistenti o di nuova costituzione.

In secondo luogo la distinzione fra prospettiva di continuità o di esaurimento appartiene *in toto* alla letteratura di analisi delle politiche di risoluzione, che l'ha ormai consolidata come categoria largamente riconosciuta, mentre è estranea al dato giuridico in senso stretto. A tal proposito basti osservare che la direttiva 2014/59/UE nella sua versione in lingua inglese non fa mai ricorso all'espressione «*gone concern*», mentre impiega quella di «*going concern*», ma in questo caso soprattutto intendendo la continuità delle funzioni, come obiettivo generale della risoluzione³²¹ e non secondo la soggettività dell'ente o del gruppo in risoluzione. Negli unici casi invece in cui l'espressione è trattata dalla direttiva alla stregua di continuità dell'ente³²², lecito è affermare che gli effetti siano comunque molto limitati. Innanzi tutto la diversità fra strumenti di *going* e di *gone concern* non preclude la possibilità che essi siano impiegati congiuntamente. Il considerando 68) lascia intendere³²³ infatti che il bail-in possa alternativamente essere utilizzato come la propria natura vorrebbe secondo una prospettiva di continuità, che essere

³²¹ Per la precisione la Direttiva 2014/59/UE utilizza l'espressione «*going concern*» per cinque volte in tutto, al considerando 8), al considerando 46), al considerando 65) (dove l'ente ponte è inteso come strumento di *going concern* rispetto all'esercizio delle funzioni), al considerando 68), al considerando 69). Si noti come invece un qualsiasi riferimento sia assente nella parte dispositiva della direttiva in esame. La formulazione più vicina a quella analitica, che abbina il *bail-in* alla prospettiva di continuità, è quella che si rinviene ai considerando 68) e 69) sopra menzionati, tuttavia nemmeno qui l'identità fra *bail-in* e *going concern* è biunivoca (vd. nota 323).

³²² Direttiva 2014/59/UE, considerando 68) e 69).

³²³ Il considerando 68) si esprime in questi termini: «In order to ensure that resolution authorities have the necessary flexibility to allocate losses to creditors in a range of circumstances, it is appropriate that those authorities be able to apply the bail-in tool both where the objective is to resolve the failing institution as a going concern if there is a realistic prospect that the institution's viability may be restored, and where systemically important services are transferred to a bridge institution and the residual part of the institution ceases to operate and is wound up» (sottolineatura aggiunta). Poiché si dice che il *bail-in* può essere applicato sia in abbinamento ad altre misure, sia laddove l'intenzione sia quella di mantenere in vita l'ente in dissesto (secondo quindi un approccio di *going concern*), a maggior ragione emerge chiaro come la qualificazione entro l'una o l'altra categoria non determina conseguenze giuridiche rilevanti.

abbinato alle altre misure, che lo renderebbero de facto di *gone concern*. Peraltro è la direttiva stessa nella parte dispositiva a chiarire - come già abbiamo ricordato - che gli strumenti di risoluzione possano essere impiegati singolarmente o (ed è questa la situazione più verosimile) in reciproco sostegno³²⁴. Taluni limitati effetti - se di effetti propriamente si può parlare - sono individuati dal considerando 69), nella parte in cui prevede che se il *bail-in* è utilizzato in ottica di *going concern*, l'ente dovrà comunque essere sottoposto alle opportune trasformazioni nella *governance*, attraverso l'adozione di un piano di ristrutturazione³²⁵. Va detto ad ogni buon conto che prima di discutere se sia questa norma giuridica ed in che misura, va riconosciuto il suo carattere di norma di buon senso. Difficilmente infatti dopo aver salvato un ente in dissesto, con costi non certo trascurabili a carico di chi vantava posizioni attive nei confronti dell'istituto, lo si riconsegnerebbe volentieri nelle mani di chi con incapacità o con imperizia, quando non con dolo, si fosse reso responsabile del dissesto. Sarebbe come chiedere di buttare il carico a mare da un bastimento che rischia di affondare, impegnare magari rimorchiatori e battelli per trarla lontano dai gorgi e poi rimettere al timone di quella stessa nave il capitano che avesse sbagliato nell'arte di governarla.

In definitiva dunque rileva soltanto marginalmente il modo in cui gli strumenti di risoluzione vengono qualificati, se di *gone concern* o di *going concern*, e la distinzione fra i due approcci rimane piuttosto come categoria analitica, capace di soccorrere nella comprensione delle trasformazioni cui vanno incontro gli assetti societari nel corso di una risoluzione.

II.1.d.3.a. La vendita delle attività

Lo strumento della vendita delle attività (*sale of business*) non è completamente nuovo rispetto al diritto interno, dove trovava un proprio antecedente già

³²⁴ Direttiva 2014/59/UE, Art. 37, p. 4.

³²⁵ Cfr. Direttiva 2014/59/UE, considerando 69): «Where the bail-in tool is applied with the objective of restoring the capital of the failing institution to enable it to continue to operate as a going concern, the resolution through bail-in should be accompanied by replacement of management, except where retention of management is appropriate and necessary for the achievement of the resolution objectives [...]. That restructuring should be achieved through the implementation of a business reorganisation plan».

contemplato all'interno del Testo Unico Bancario³²⁶; tuttavia cambia all'interno della direttiva il modo di intendere tale misura, il cui obiettivo precipuo muta dalla soddisfazione dei creditori alla conservazione delle funzioni essenziali³²⁷. Per questo motivo si comprende la scelta operata dal legislatore di ridisciplinare la vendita delle attività, per come intesa dalla Direttiva 2014/59/UE³²⁸, all'interno del D.Lgs. 180/2015³²⁹, insieme al resto della normativa di risoluzione.

La vendita in questo caso (o cessione nel linguaggio del diritto interno), fa uso del termine «attività» in senso ampio, dal momento che non vi ricomprende soltanto posizione giuridiche soggettive di vantaggio in capo all'ente (gli attivi appunto), ma in senso lato la parola va intesa in questo caso come l'insieme dei rapporti che danno sostanza all'operatività bancaria. Si comprende pertanto l'ambito oggettivo di applicazione della vendita delle attività disegnato dalla direttiva all'Art. 38 (e recepito dal decreto attuativo), che prevede che oggetto della vendita delle attività possano essere tanto «azioni o altri titoli di proprietà emessi da un ente soggetto a risoluzione»³³⁰, quanto «tutte le attività, i diritti o le passività, o una parte di essi, dell'ente soggetto a risoluzione»³³¹. Dal momento che la vendita delle attività si inquadra nei poteri dell'autorità di risoluzione, non è previsto il consenso da parte degli azionisti. La vendita sarà inoltre effettuata a condizioni di mercato e ad un prezzo tale da garantire la massimizzazione dei ricavi.

Un profilo in particolare merita di essere evidenziato. La separazione delle «azioni o altri titoli di proprietà» da un lato, e il resto delle attività e passività dall'altro, mette in luce quello che uno dei nodi più delicati della cessione dell'attività. La

³²⁶ D.Lgs. 385/1993, Art. 90, rubricato «Liquidazione dell'attivo».

³²⁷ A proposito va richiamato il fatto che l'Art. 90 del TUB rientra all'interno della disciplina della liquidazione coatta amministrativa, che in quanto procedura concorsuale dell'ente in dissesto si pone come scelta residuale rispetto alla risoluzione, alla quale il diritto europeo, come abbiamo già richiamato più volte, in presenza di un interesse pubblico da tutelare, accorda priorità.

³²⁸ Direttiva 2014/59/UE, Art. 38.

³²⁹ D.Lgs. 180/2015, Artt. 40 e 41.

³³⁰ Direttiva 2014/59/UE, Art. 38, p.1, lett. a.

³³¹ Direttiva 2014/59/UE, Art. 38, p.1, lett. b.. Il corrispondente Art. 40 del D.Lgs. 180/2015 ha in qualche modo recuperato però l'ambito oggettivo dell'Art. 90 TUB, che ricomprende anche la vendita di interi rami aziendali e di rapporti giuridici individuati in blocco. Sul punto può essere utile la lettura di Perrino M., 2005, *Le cessioni in blocco nella liquidazione coatta bancaria*, Giappichelli, Torino, in particolare pp. 20 e ss.

premessa che sottende questo discorso è quella per cui l'attività bancaria³³² costituisca attività riservata a determinati soggetti in possesso di precisi requisiti ed autorizzati dall'autorità pubblica³³³. Per questo motivo le azioni bancarie, che già normalmente sono sottoposte ad un particolare regime autorizzatorio per l'acquisizione di partecipazioni rilevanti, in questo caso a maggior ragione, poiché la cessione ha ad oggetto la cessione integrale della compagine societaria³³⁴, dovrà essere effettuata in favore di un soggetto munito di autorizzazione idonea. La cessione delle attività prevede infatti il subentro del soggetto ricevente nei rapporti del cessionario³³⁵ e in particolare laddove tali rapporti siano inerenti allo svolgimento dell'attività bancaria, sarà evidentemente necessario che chi subentra sia un soggetto della stessa natura dell'ente posto in risoluzione. Detto altrimenti, per poter subentrare nell'attività bancaria occorre essere una banca a tutti gli effetti, altrimenti si cadrebbe nel paradosso per cui le norme in materia di

³³² D.Lgs. 385/1993, Titolo II, Capo I. Per attività bancaria si intende «la raccolta del risparmio fra il pubblico e l'esercizio del credito» (Art. 10 TUB, già Art. 1 R.D.L. 12 marzo 1936, n. 375, che recitava «La raccolta del risparmio fra il pubblico sotto ogni forma e l'esercizio del credito sono funzioni di interesse pubblico regolate dalle norme del presente decreto»). Questa formulazione ha dato adito a passate interpretazioni giurisprudenziali che tendevano a qualificare l'attività bancaria come «servizio pubblico in senso oggettivo», sulla scorte di elaborazioni dottrinali, come quella risalente di Giannini M. S., 1949, *Istituti di credito e servizi di interesse pubblico*, in «Moneta e Credito», Anno 5, n. 2. Si segnala peraltro come la nozione di «attività bancaria» sia più ristretta e specifica di quella di «attività svolta dalle banche», (Ferro Luzzi P., 1996, *Attività bancaria e attività delle banche*, in «Banca Impresa Società», pp. 3 e ss.) le quali infatti soprattutto a seguito della trasformazione del modello tipologico bancario, operata dal processo di integrazione europea, esercitano attività ulteriori a quella bancaria propriamente detta, in alcuni casi strumentali a questa e in altri tutta rivolta all'intermediazione finanziaria. Va da sé che le norme contenute nel Testo Unico Bancario e nella ulteriore disciplina di settore, che prevedono ulteriori garanzie e particolari oneri rispetto all'ordinaria attività di impresa, si estenderanno alla sola attività bancaria propriamente detta. In materia, ma senza pretesa di esaustività, si vedano Ferro Luzzi P., 1996, *Nozione di attività bancaria*, in *La nuova legge bancaria*, Ferro Luzzi P. et Castaldi G., a cura di, Giuffrè, Roma, Vol. 1, pp. 240 e ss.; Desiderio G., 2000, *L'attività bancaria: fattispecie ed evoluzione*, Bancaria Editrice, Roma, Costi R., 2001, *L'ordinamento bancario*, op. cit., pp. 207 e ss.; Costa C., a cura di, 2013, *Commento al Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia*, Giappichelli, Torino, in particolare Tomo I, pp. 72 e ss.; Desiderio G., 2015, *L'attività bancaria*, capitolo contenuto in Capriglione F., a cura di, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, CEDAM, Padova.

³³³ D.Lgs. 385/1993, Titolo II, Capo II. Sul regime autorizzatorio *ex multis* vd. Pellegrini M., 1993, *Autorizzazione all'attività bancaria e apertura di sportelli*, articolo apparso su «Mondo bancario», n. 3/1993; Nigro A., 1994, *L'autorizzazione all'attività bancaria nel TU delle leggi in materia bancaria e creditizia*, articolo apparso su «Diritto della banca e del mercato finanziario», n. 1/1996; Caparvi R., 2000, *La nuova attività bancaria. Economia e tecniche di gestione*, FrancoAngeli, Roma.

³³⁴ Cfr. D.Lgs. 180/2015, Art. 40, c.1, lett. a).

³³⁵ Così come nei diritti di libertà di stabilimento e di libera prestazione dei servizi, nella misura in cui già esercitati dal cessionario, a norma dell'Art. 38, p. 11, Direttiva 2014/59/UE.

risoluzione consentirebbero la creazione di «banche di fatto», altrove perseguite sotto la fattispecie penale di abusivismo bancario³³⁶

A questo proposito la Direttiva BRRD prevede che contestualmente alla presentazione dell'offerta, l'acquirente sprovvisto di apposita autorizzazione, possa presentare domanda per ottenerla³³⁷. In questo caso, data l'urgenza che condiziona l'esercizio dei poteri di risoluzione, l'autorizzazione potrà essere accordata anche in deroga ai termini temporali in generale previsti al Capo III, del Titolo II del Testo Unico Bancario.

Tale previsione dal canto suo finirà tuttavia probabilmente per essere lettera morta non tanto per ragioni legate alla sua formulazione (che *ictu oculi* non sembrerebbe presentare alcun margine di criticità), quanto più se vogliamo per motivi che hanno a che fare con il *modus operandi* delle autorità preposte³³⁸ al rilascio delle autorizzazioni suddette. Fino al giorno presente non si è dato caso alcuno di autorizzazione largita in «consegna rapida»; al contrario coloro i quali avessero voluto entrare nel riservato recinto dell'attività bancaria, a motivo della delicatezza delle funzioni esercitate e della ricaduta generale sul sistema economico, si dovevano disporre - almeno nel nostro Paese - a far la spola fra il proprio domicilio e Via XX Settembre per un periodo di tempo considerevolmente lungo. Sarebbe pertanto irragionevole supporre che quegli stessi funzionari, prima adusi - se non per retaggio di quella «foresta pietrificata»³³⁹ del sistema bancario pubblico, almeno per ragioni di prudenza - alla massima cautela nell'aprire le porte del consesso degli intermediari bancari, siano ora disposti per effetto della nuova normativa di risoluzione, a rilasciare un'autorizzazione in frangenti tanto contenuti. Per essere semplici il cambio di regime che imporrebbe la nuova

³³⁶ Capo I, Titolo VIII, D.Lgs. 385/1993.

³³⁷ Direttiva 2014/59/UE, Art. 38, p. 7. La norma è stata attuata nel diritto interno con l'Art. 41, D.Lgs. 180/2015.

³³⁸ Giova ricordare che se nell'ambito del SSM - come abbiamo richiamato nel primo capitolo - il potere di rilasciare l'autorizzazione è formalmente in capo alla Banca Centrale Europea in via trasversale, resta fermo il ruolo penetrante delle autorità nazionali in fase di istruttoria.

³³⁹ L'espressione è di Giuliano Amato e risale al 1988, quando in qualità di Ministro del Tesoro voleva riferirsi al sistema bancario italiano, dai contorni marcatamente pubblicistici. Ora è contenuta in Amato G., 1990, *Due anni al Tesoro*, Il Mulino, Bologna.

normativa³⁴⁰, nel caso di autorizzazioni contestuali alla cessione di attività, contrasta con la stratificazione e la consolidazione delle pratiche in materia autorizzatoria. Poiché quindi nel terreno delle politiche pubbliche la capacità della norma di produrre gli effetti sperati dal legislatore dipende sopra ogni altro fattore dalla concreta attività di coloro esercitano funzioni pubbliche, pare inverosimile che quegli stessi uomini in carne ed ossa agiscano oggi senza ricordare quello che facevano fino a ieri.

Peraltro a voler considerare questa previsione in sé e per sé - al di là del ruolo di coloro i quali sono impegnati nell'attuazione - non potremmo che concludere che essa si ponga in maniera atipica rispetto al complesso eretto dalla normativa di risoluzione in primis, ma anche di tutto il complesso della normativa bancaria di recente formulazione. Non sarà passato sotto l'attenzione di un lettore attento di come obiettivo primario della risoluzione sia la stabilità finanziaria in ottica sistema. Nel caso in cui si voglia garantire in grado soddisfacente questo parametro, difficilmente il buon senso suggerirebbe di far subentrare ad un ente in dissesto un ente di nuova costituzione. L'esperienza suggerisce che l'avvio di di qualsiasi attività sia già di per sé foriero di costi non preventivabili, dettati dalle impreviste difficoltà che si parano innanzi al cammino dell'impresa nel momento in cui si passa dalla progettazione all'operatività concreta. A questa sanzione dei fatti non si sottrae per verso alcuno nemmeno l'attività bancaria. Quale garanzia sarà allora offerta da un operatore che nemmeno è entrato in attività, sul fatto che sarà in grado di farsi carico delle difficoltà dell'ente dissestato? Questo soggetto nemmeno è andato incontro al banco di prova del mercato, che già gli si chiede di riuscire laddove un altro, tentando con gli stessi mezzi che apparterranno a lui, ha fallito. Non si vuole certo porre in questione la serietà sotto il profilo dell'iniziativa da parte di un soggetto portatore di un nuovo progetto di attività (questo rileverà piuttosto in sede ordinaria per il rilascio dell'autorizzazione), ma si obietta che esso non possa beneficiare di quell'economia di specializzazione, che solo proviene dall'esperienza, che gli consentirebbe di subentrare efficacemente al dissesto.

³⁴⁰ Dal combinato disposto dell'Art. 90 del TUB e dell'Art. 58, ultimo comma, del medesimo testo unico, emergerebbe in realtà una fattispecie simile nell'ambito della liquidazione coatta, per la cessione dell'attivo a intermediari non bancari ex 106 TUB o ad altri soggetti, in ogni caso inclusi nella vigilanza consolidata; tuttavia proprio come rubrica l'Art. 90 essa riguarda soltanto l'attivo, non già il capitale sociale, da realizzarsi nel massimo grado possibile per la soddisfazione dei creditori. Oltrepù non si fa riferimento alcuno alla possibilità di strade accorciate per l'autorizzazione all'attività bancaria.

Prima di poter fare meglio di altri - verrebbe un poco tautologicamente da affermare - occorre saper fare bene da se stessi. Per questo motivo appare piuttosto stridente con un ambiente normativo che privilegia la prudenza, l'idea che nel burrascoso contesto di una risoluzione subentri una nave ancora non andata incontro al varo.

Se poi la scelta venisse considerata anziché dal punto di vista della stabilità finanziaria, da quello della continuità delle funzioni, anche qui lo stridore non sarebbe più tenue. Immaginiamo che effettivamente la cessione delle attività avvenga in favore di un soggetto che ancora deve essere autorizzato. Sulle prime sicuramente le funzioni (posto che effettivamente il soggetto sia pronto ad operare «dal giorno dopo») potrebbero essere garantite. Se quello stesso soggetto si trovasse però a distanza di tempo in difficoltà, per aver mal pianificato la propria attività, ecco che ci si ritroverebbe a capo della questione, di nuovo sotto il rischio che la continuità non sia assicurata e che l'ente sia posto in risoluzione. Certamente a questo ragionamento si può obiettare che nulla si sa dell'esito concreto di una nuova attività; tuttavia, ragionando in termini probabilistici, appare inferiore e più tollerabile il rischio per cui una banca di comprovata esperienza, di adamantina reputazione e di granitica solidità possa non essere in grado di subentrare ad un dissesto rispetto a quello per cui allo stesso esito tenda un ente di nuova costituzione, sebbene in potenza possa anche diventare in un indefinito futuro il migliore degli enti bancari. In definitiva dunque potrebbe essere opportuno riformulare le previsioni sullo strumento di vendita delle attività, in maniera tale da espungere questa previsione³⁴¹, la quale, quand'anche non si rivelasse dannosa, difficilmente incontrerebbe il favore di chi dovrebbe darne corso.

II.1.d.3.b. L'ente ponte

Al contrario è invece tutta rivolta ad enti di nuova costituzione la misura dell'ente ponte³⁴² (*bridge bank*), attraverso la quale in capo all'autorità di risoluzione vi è la

³⁴¹ Previsione che per vero occupa uno spazio piuttosto contenuto rispetto al complessivo impianto della vendita delle attività. Ci siamo soffermati con particolare dovizia di notazioni tuttavia, proprio perché potrebbe rappresentare un nodo problematico.

³⁴² Direttiva 2014/59/UE, Artt. 40 e 41, D.Lgs. 180/2015, Artt. 42 - 44.

facoltà di trasferire in tutto o in parte gli stessi rapporti giuridici³⁴³ oggetto della vendita delle attività. Quanto al funzionamento del suddetto ente, la disciplina ricalca anche qui in tutto e per tutto quella della vendita delle attività, giacché anche l'ente ponte dal canto suo subentra nei rapporti della banca posta in risoluzione.

Verrebbe quindi da domandarsi come mai la scelta - discutibile - di consentire ad un ente non ancora autorizzato di proporsi per l'acquisizione delle attività, che abbiamo ampiamente criticato nel paragrafo precedente, assurga invece qui a regola generale. La risposta è per la verità piuttosto semplice e i presupposti che legittimano la costituzione di una *bridge bank* sono due: il controllo da parte dell'autorità di risoluzione e la temporaneità dell'ente.

L'ente ponte non è infatti come nel caso precedente un ente bancario ordinario, ma è in tutto e per tutto una società controllata da parte dell'autorità di risoluzione. Sul punto tanto la direttiva quanto la normativa nazionale sono chiare e non lasciano adito a fraintendimento. Il controllo infatti è inteso nelle due fattispecie canoniche del controllo di diritto e dell'influenza dominante³⁴⁴. La direttiva prevede infatti che l'ente ponte «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»³⁴⁵. Nel caso in cui il capitale sia interamente pubblico, sarà integrata l'ipotesi del controllo diretto. A ben vedere, tuttavia, anche quando la partecipazione sia solo parziale, il controllo pubblico è indiscutibile, a motivo della previsione dei poteri in mano all'autorità di risoluzione, che comprende l'approvazione del contenuto degli atti costitutivi, la determinazione dei compensi e delle remunerazioni dei membri dell'organo di amministrazione, la definizione delle strategie e del profilo di rischio dell'ente e infine eventuali l'imposizione di eventuali restrizioni all'operatività dell'ente,

³⁴³ La formulazione dell'ambito oggettivo del p. 1 dell'Art. 40 della Direttiva BRRD è in tutto identico a quella del p. 1 dell'Art. 38 di detta direttiva.

³⁴⁴ Corrispondenti ai cc. 1 e 2 dell'Art. 2359 Cod. Civ., al quale peraltro rimanda l'Art. 2 del Testo Unico sulle Società Partecipate, D.Lgs. 19 agosto 2016, n. 175.

³⁴⁵ Direttiva 2014/59/UE, Art. 40, p. 2, lett. a). Di uguale tenore è il c. 2, Art. 42, D.Lgs. 180/2015: «Il capitale dell'ente-ponte è interamente o parzialmente detenuto dal fondo di risoluzione o da autorità pubbliche».

necessarie a non produrre un conflitto con le norme in tema di aiuti di Stato³⁴⁶. Si tratterà pertanto in questo caso non di una semplice presunzione di influenza dominante, ma di una vera e propria influenza *ex lege*. In questo modo quindi sarà l'autorità di risoluzione a controllare le operazioni dell'ente, sicché non pare che credibile che possa essere ravvisato pericolo alcuno per la stabilità finanziaria. Peraltro tale sicurezza, che giustifica la creazione di un nuovo ente, è ribadita dal suo carattere di temporaneità. L'ente ponte infatti ha durata limitata, che in via ordinaria non può superare i due anni di vita dalla data della cessione di attività da parte della banca in dissesto³⁴⁷. In ogni caso l'ente ponte, la cui durata deve essere la più breve possibile, cessa di esistere allorquando l'autorità accerti alternativamente che la totalità delle attività, diritti e passività dell'ente sia stata ceduta (ed è auspicabile, visto che proprio questo dovrebbe essere il proprio fine), anche ad un altro ente ponte o ancora che le attività siano state liquidate e le passività completamente assolte³⁴⁸.

In definitiva dunque non fa d'uopo porsi nei confronti dell'ente ponte il medesimo «dilemma della nuova costituzione» discusso per la vendita delle attività, giacché l'ente ponte è *naturaliter* un ente nuovo, il quale peraltro è costituito non per operare effettivamente sul mercato con finalità di impresa (come un'eventuale banca che subentrasse nell'attività di un ente in dissesto), bensì come appoggio alla risoluzione e come leva di manovra in mano all'autorità, per meglio conseguire gli obiettivi generali della risoluzione, in armonia con gli obiettivi propri della *bridge bank*. Tali obiettivi propri corrispondono alle clausole generali di cessazione prima del termine tassativo dei due anni, descritte sopra. Per questo dunque l'ente ponte va inteso come un veicolo a mandato circoscritto, che si esaurisce nel momento stesso in cui viene raggiunto.

Questa sua peculiare natura meglio si comprende nel caso - che probabilmente diverrà la prassi ordinaria - in cui la misura dell'ente ponte sia abbinata a quella della separazione delle attività. In questo caso dunque la finalità dell'ente ponte

³⁴⁶ Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Art. 41, p. 1 e c. 3, Art. 42, D.Lgs. 180/2015.

³⁴⁷ Ai sensi della 2014/59/UE, Art. 41, p. 5, (o anche c. 2, Art. 44, D.Lgs. 180/2015) temperato dalle eccezioni previste dal par. 6 per realizzare uno degli obiettivi di cui al par. 3, lett. a), b), c) ed e) (c. 2, Art. 44, D.Lgs. 180/2015) o ancora per garantire la continuità delle funzioni essenziali. Resta ferma in ogni caso la previsione per cui l'autorità di risoluzione pone fine all'ente ponte «il prima possibile».

³⁴⁸ Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Art. 41, p. 3 e c. 2, Art. 44, D.Lgs. 180/2015.

sarà quella di preservare intatte le attività sane, le quali saranno dipoi cedute ad altro ente, mentre la banca in dissesto rimarrà il collettore di tutte le attività deteriorate, per essere poi posta in liquidazione (o viceversa).

II.1.d.3.c. La separazione delle attività

La situazione di dissesto o di potenziale dissesto spesso è originata dal crescere del numero degli attivi in sofferenza nel bilancio bancario. Per questo può essere utile separare le attività sane da quelle «cattive», in modo tale da migliorare la capitalizzazione dell'istituto risultante dall'operazione e permettergli quindi di praticare nuovi impieghi.

A queste esigenze si conforma dunque il terzo strumento di risoluzione previsto dalla BRRD³⁴⁹. Il veicolo di gestione (un *single purpose vehicle* o *SPV*) è costituito dall'autorità di gestione, al fine di cedere a questo attività, diritti o passività di un ente sottoposto a risoluzione o di un ente ponte. Nel caso in cui si tratti di un ente diverso dall'ente ponte (verosimilmente la banca sottoposta a risoluzione), non è necessario il consenso degli azionisti, dal momento che la cessione si inquadra nel novero dei poteri autoritativi preordinati al fine della risoluzione.

A rimarcare la natura pubblicistica della misura in oggetto, l'Art. 45 della Direttiva ripropone in maniera pedissequa la stessa struttura di controllo già delineata per l'ente ponte, ovvero la totale o parziale proprietà pubblica e in ogni caso i poteri *ex lege* di nomina e remunerazione dei membri dell'organo di amministrazione, di definizione della strategia e del profilo di rischio³⁵⁰. Benché in mano all'autorità pubblica, il potere di cessione delle attività non si presenta come illimitato, ma al contrario è condizionato da precisi presupposti. La separazione delle attività è infatti possibile³⁵¹ o quando la liquidazione di dette attività con procedura ordinaria inciderebbe negativamente sulla stabilità finanziaria³⁵², o quando la cessione si configura come necessaria al buon funzionamento dell'ente sottoposto

³⁴⁹ Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Art. 42 e Artt. 45 e 46, D.Lgs. 180/2015.

³⁵⁰ Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Art. 42, pp. 2 e 4; Art. 45, D.Lgs. 180/2015.

³⁵¹ Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Art. 42, p. 5; c.1, Art. 46, D.Lgs. 180/2015.

³⁵² Tale presupposto a ben vedere si inquadra negli obiettivi generali della risoluzione, che come abbiamo visto mirano a ridurre l'impatto sistemico del dissesto dell'ente bancario.

a risoluzione o di un ente ponte, o quando ancora tale cessione è necessaria a massimizzare i proventi della liquidazione.

Come già abbiamo dianzi ricordato, la separazione delle attività non può essere attuata in maniera isolata, ma deve necessariamente prendere forma in abbinamento ad un'altra misura. Il rischio altrimenti sarebbe quello di contraddire il fine del salvataggio interno predisposto dal complesso della direttiva³⁵³, in favore di un'implicita garanzia per cui possa sempre intervenire una società veicolo a «togliere le castagne dal fuoco» all'ente che si sia reso responsabile di condotte imprudenti.

Uno dei nodi principali dell'esercizio di tale misura è la determinazione del corrispettivo³⁵⁴, al quale vengono cedute le attività. In buona parte si tratterà di *non performing loans* (NPL), per i quali occorre stabilire un obiettivo di rendimento, in funzione del quale varierà anche il corrispettivo richiesto per la cessione. La determinazione di tale corrispettivo anche in questo caso è prerogativa dell'autorità di risoluzione³⁵⁵, la quale dovrà stimarlo in conformità ai principi e alle garanzie della valutazione *ex ante*, ai sensi dell'Art. 36 della direttiva BRRD³⁵⁶. Nuovamente dunque si tratterà di adottare un atteggiamento di prudenza, con un particolare riguardo per la disciplina sugli aiuti di Stato. Nella circostanza in cui le attività vengano acquisite direttamente dall'ente sottoposto a risoluzione, il corrispettivo andrà a beneficio dell'ente posto in risoluzione. Se invece esse sono tratte dall'ente ponte, la normativa sul punto non riporta una soluzione precisa. Va detto tuttavia che la previsione del corrispettivo è utile soprattutto con riguardo all'ente sottoposto a risoluzione, che se dovesse cedere a titolo gratuito attività in sofferenza, dovrebbe registrare perdite tali da aggravare in maniera consistente il già conclamato dissesto. Per contro anche in questo caso

³⁵³ Sul punto è inequivoca la formulazione del considerando 66) della direttiva 2014/59/UE: « Lo strumento della separazione delle attività consente alle autorità di cedere attività, diritti o passività di un ente soggetto a risoluzione a una società veicolo distinta. Questo strumento dovrebbe essere utilizzato solo unitamente ad altri strumenti per impedire un indebito vantaggio competitivo a favore dell'ente in dissesto».

³⁵⁴ Tale compenso peraltro può essere anche meramente simbolico, quando non addirittura negativo, nel caso in cui anziché di attività si tratti di cedere passività. Sul punto la disciplina interna risulta più esplicita di quella direttiva. Si veda il c. 2 dell'Art. 46 del D.Lgs. 180/2015.

³⁵⁵ Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Art. 42, p. 6 e c. 2, Art. 46, D.Lgs. 180/2015.

³⁵⁶ E del corrispondente Capo I, della Sezione II del D.Lgs. 180/2015.

il requisito di prudenza funge da baluardo contro possibili pressioni dei portatori di interesse, che indirettamente - almeno in quei Paesi laddove i vertici dell'autorità di risoluzione sono di nomina governativa - potrebbero far pressione sui propri referenti politici per ottenere le condizioni migliori³⁵⁷.

Se questo è il quadro offerto dalla direttiva BRRD sulla separazione delle attività, alcune precisazioni sono tuttavia doverose.

In primo luogo non può dirsi che la BRRD abbia inventato la *bad bank*; si tratta anzi di uno strumento di già ampio utilizzo in altri ordinamenti e soprattutto in quello americano, dove ha costituito uno dei tanti elementi chiave che hanno facilitato l'uscita dalla crisi finanziaria³⁵⁸.

Peraltro anche l'Italia ha conosciuto le proprie esperienze di *bad bank*. Basti ricordare in proposito il salvataggio del Banco di Napoli, avvenuto nel 1996³⁵⁹, che fu realizzato attraverso la costituzione della Società per la Gestione delle Attività (SGA)³⁶⁰, la cui creazione faceva perno sulla possibilità, aperta dal Decreto

³⁵⁷ Sul punto può essere utile, sebbene ivi il rischio sia un poco sopravvalutato, la lettura di Gandrud C. et Hallerberg M., 2013, *Who decides? Resolving failed banks in a European framework*, Bruegel Policy Contribution, n. 16/2013, in particolare p. 7: «To win an election, a government will want the economy to be performing well, possibly facilitated by credit growth. Authorities that are politically dependent, such as ministries of finance, might have different incentives to independent authorities as elections near. They may be more inclined to boost their countries' banks, the banks' shareholders, creditors and depositors, and their economies in the short-term by, for example, hastily transferring toxic assets to bad banks at unrealistically high values. Though such a move would provide a boost to bank balance sheets and help stabilise the wider economy over the short term, it would also impose high longer-term costs on the resolution fund and possibly the public if the support exceeds the resolution fund's resources. Furthermore, even if a resolution fund is mostly financed through banking sector contributions and does not rely on direct taxpayer support, using it to provide unnecessary assistance to troubled banks will lead to an inefficient allocation of capital, indirectly hurting citizens by constraining longer-term economic growth.

The BRRD attempts to contain politically-motivated drift. In the case of asset separation, for example, it requires independent valuation of assets that are transferred to the bad bank. However, this rule is malleable. The independent valuation requirement can be waived in rapidly moving crises when many of the bank failures will occur. This gives NRAs room to make asset valuations that may please specific constituencies, but increase taxpayers' resolution costs».

³⁵⁸ Sul punto vd. fra gli altri Faucette D. et Cunningham T. et Loegering J., 2009, *Good bank/bad bank*, *Banking Law Journal*, n. 126, pp. 291 e ss.

³⁵⁹ vd. Legge 19 novembre 1996, n. 588 «Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 24 settembre 1996, n. 497, recante disposizioni urgenti per il risanamento, la ristrutturazione e la privatizzazione del Banco di Napoli».

³⁶⁰ Un buon commento a caldo della sua istituzione, che ne descrive altresì il funzionamento, è quello che si rinviene in Marchetti P., 1996, *La legge speciale sul Banco di Napoli*, articolo apparso su «Rivista delle Società», n.1/1996, pp. 1334 e ss. Vd. inoltre Belviso U., 1998, *La liquidazione coatta amministrativa ed il caso del Banco di Napoli*, in «Banca, Borsa e Titoli di Credito», n. 2/1998, pp. 569 e ss.; Fortunato S., 1999, *Il risanamento del Banco di Napoli e la Società per la Gestione di Attività*, capitolo contenuto in AA.VV., *Studi in memoria di Pietro De Vecchi*, Roma, pp. 437 e ss.

Sindona³⁶¹, di concedere, per tramite della Banca d'Italia a quelle banche che avessero partecipato alla liquidazione coatta a tutela dei depositanti, anticipazioni ad un tasso agevolato dell'1%. Furono in questo modo cedute con obiettivo di realizzo del 50% crediti per il valore contabile, già svalutato di un 30%, di circa 12.364 miliardi di Lire³⁶². Nel caso del banco di Napoli si è trattato di un esperimento andato a buon fine, poiché a distanza di alcuni anni dall'inizio della propria attività la SGA era riuscita a recuperare addirittura l'85% dei crediti che le erano stati ceduti. In questo caso quindi se non come una *bad bank*, fossa comune di attivi più morti che non performanti nell'idea della BRRD, la SGA si è comportata al pari di un ente specializzato nel trattamento dei *NPL*.

Questo ci conduce dunque alla seconda precisazione. Il fatto che la Direttiva 2014/59/UE preveda un modello di *bad bank*, per ciò stesso non significa che non possano esistere versioni differenti al di fuori della normativa di risoluzione. In alcuni casi più che di *bad bank* in senso proprio, sarebbe più corretto parlare di enti specializzati nel trattamento di crediti in sofferenza³⁶³. La differenza consiste, oltre che nella prospettiva temporale, che naturalmente per un ente siffatto non vuole essere transitoria e limitata, ma soprattutto sul fine, che cambia dall'essere orientato alla risoluzione dell'ente in dissesto alla realizzazione di veri e propri utili, in termini di differenza fra tassi di realizzo e tassi ai quali sono valutati i *NPL*. Enti di questo genere si pongono dunque non nel quadro del dissesto, ma come operatori specializzati nella «ripulizia», anche in tempi ordinari di gestione per altri enti. Si tratta quindi di operatori economici, che agiscono sul mercato, al di là delle finalità proprie contenute nella normativa in tema di risoluzione.

In altre circostanze invece vere e proprie *bad bank* sono costituite da capitali privati. In questo caso naturalmente la società è improntata ad un regime di

³⁶¹ Il riferimento è al D.M. 27 Settembre 1974.

³⁶² Le cifre sono quelle di Maglio R., 2016, *(Not so) bad bank: i primi venti anni della S.G.A. del Banco di Napoli*, articolo apparso su «Paradox», n. 3/2016.

³⁶³ Si tratta in altre parole dei fondi di *private equity* che si dedicano al trattamento dei *NPL*. Un'interessante disamina del fenomeno può essere rinvenuta in AA.VV., 2016, *Banking and private capital: friend or foe?*, KPMG International, Aprile 2016. Benché il fenomeno abbia conosciuto uno sviluppo impetuoso negli ultimi anni, a seguito della crisi finanziaria, la letteratura economica, così come quella sulla regolazione, già da tempo si dedica all'argomento. *Ex multis* si segnala Gilson S.C. et John K. et Lang, L.H., 1990, *Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default*, articolo apparso su «Journal of Financial Economics», n.2, Anno 27, pp. 315-353; Bebchuk L.A., 2009, *Buying troubled assets*, in «Yale Journal on Regulation», n. 1, Vol. 26, pp. 343-358.

funzionamento - diremmo - «di sistema», non legato ad un singolo evento di dissesto, ma predisposto ad essere impiegato laddove ve ne sia il bisogno. Si potrebbe quindi parlare di una «*bad bank* pronta all'uso». Sotto questa natura (seppure con l'apporto aggiuntivo di capitale di Cassa Depositi e Prestiti) eminenti commentatori³⁶⁴ hanno fatto rientrare - pur accanto a spunti critici - il Fondo Atlante (e oggi a maggior ragione gli argomenti addotti varrebbero per il Fondo Atlante 2.0, il quale ha per unico mandato statutario proprio il trattamento dei crediti deteriorati) sotto la categoria delle *bad bank*.

Non bisogna tuttavia essere indotti a troppo facili categorizzazioni. Il fatto che possano essere previste *bad bank* in forma privata o semi-privata nulla ha a che vedere con la separazione delle attività prevista all'interno delle nuove regole di risoluzione, se non forse la condivisione del meccanismo di funzionamento di fondo. Le une e le altre operano dunque in maniera abbastanza simile, ma diversi sono tanto i presupposti quanto i fini. La separazione delle attività si presenta infatti come uno strumento tutto inquadrato all'interno di quella che abbiamo visto essere l'azione di risoluzione, sicché al pari delle altre misure (con tutti i risvolti di coercitività dei pubblici poteri) sarà invocabile soltanto laddove vi sia un interesse pubblico da tutelare, non già quando sia questione di migliorare l'operatività di un ente gravato da attivi deteriorati, anche se fosse sull'orlo del fallimento. A questo scopo si prestano invece i fondi specializzati e i veicoli costituiti in forma privata, i quali potranno agire con minori vincoli rispetto all'annoso problema del divieto di aiuti di Stato³⁶⁵, con il quale invece devono necessariamente confrontarsi le misure di risoluzione.

³⁶⁴ Cfr. Barucci E. et Milani C., 2016, *Finalmente il Fondo Atlante: sarà piccolo ma è pur sempre una bad bank*, articolo apparso su «FinRisk Alert - Mercati, Intermediari, Istituzioni», Quantitative Finance Lab, Politecnico di Milano, n. 11/2016. In ogni caso il Fondo Atlante, sebbene nasca con prospettive di protrazione temporale, ha tratto le proprie origini dalla necessità del salvataggio di Banca Popolare di Vicenza, che non avrebbe trovato comunque risposta con la creazione di una *bad bank* pubblica, che avrebbe violato la normativa sugli aiuti di Stato. Di qui la scelta di costituirlo all'interno di una Società di Gestione del Risparmio già esistente. Così Di Battista M.L. et Nieri L., 2016, *Il Fondo Atlante: un piccolo passo per la soluzione al problema dei crediti deteriorati (e non solo)*, Articolo apparso su «Osservatorio Monetario», n. 2/2016, pp. 38-50, in particolare p. 39: «Il Fondo Atlante viene costituito all'interno di una società di gestione del risparmio già esistente, la Quaestio Capital Management Sgr. Questa decisione di utilizzare una SGR già esistente deriva dall'urgenza di creare una struttura di salvataggio per l'aumento di capitale di Banca Popolare di Vicenza. Allo stesso tempo però è previsto che l'Assemblea degli investitori di Atlante possa rimuovere la S.G.R. dall'incarico con il voto favorevole di almeno due terzi dell'ammontare totale degli impegni di sottoscrizione, e sostituirla con un indennizzo pari a un anno di commissioni in caso di sostituzione senza causa».

³⁶⁵ Cfr. Direttiva 59/2014/UE, Considerando 66). (vd. nota 353).

II.1.d.4. Osservazioni conclusive sulle misure di risoluzione

Non sarà passato inosservato che dalla trattazione degli strumenti della risoluzione manca un indiscusso protagonista: il *bail-in*. Non si tratta in realtà di una colpevole dimenticanza, ma di una scelta ben ponderata. Lo strumento in questione verrà infatti considerato in coda a questo capitolo, in modo tale da permettere che l'analisi del capitolo terzo faccia seguito senza soluzione di continuità alla sua descrizione, per come emerge dall'impianto normativo. Si vuole dunque passare, per quello che riguarda il *bail-in*, dalla norma al dato empirico senza doverne riprendere gli aspetti fondamentali e specificarli ulteriormente nel contesto del terzo pilastro dell'Unione Bancaria. Al di là delle regole della BRRD, preme infatti la contestualizzazione dello strumento all'interno del Meccanismo Unico di Risoluzione, che come abbiamo già altrove ricordato si sostanzia di una forma di integrazione più profonda fra i Paesi dell'Area dell'Euro e fra tutti quelli che in futuro vorranno aderirvi.

Mentre per molti aspetti - quali ad esempio gli strumenti di risoluzione sopra descritti - il Meccanismo Unico di Risoluzione ricalca in maniera sostanziale le regole della Direttiva BRRD, specificandone soltanto alcuni aspetti applicativi (come laddove nella direttiva si parla di autorità di risoluzione nel Regolamento UE n. 806/2014, istitutivo del SRM, a seconda dei casi saranno individuate le competenze del Comitato Unico di Risoluzione o delle autorità di risoluzione nazionali); in altri casi nel recinto dell'Unione Bancaria vengono sviluppate talune previsioni peculiari, le quali trovano applicazione soltanto all'interno dei Paesi considerati. Esempio paradigmatico di questa discrasia - o di questa specificazione - è quello sulle regole riguardanti gli interventi straordinari di sostegno pubblico. Si sceglie dunque di soffermarsi ora su questo argomento, in modo da evidenziare successivamente come dalla combinata previsione dell'eccezionalità di questi interventi ed alla loro subordinazione ad una previa applicazione di *bail-in* o comunque di *burden sharing* da un lato e dalla concreta struttura del passivo delle banche dall'altro, il ricorso a fondi pubblici diventi in qualche modo piuttosto irrealistico da realizzarsi. Al di là dei giudizi di valore su una scelta di tale natura (ma senza trascurare il potenziale impatto negativo di una risoluzione interna senza troppe mezze misure), l'impianto appare in ogni caso coerente con la volontà emersa all'indomani della crisi del debito sovrano di relegare in uno spazio

angusto, quando non di annientare del tutto, la possibilità che i salvataggi bancari siano effettuati a spese dei contribuenti.

II.1.e. Il sostegno pubblico straordinario

Benché fra gli obiettivi espressi della nuova normativa in tema di risoluzione vi sia quello di «salvaguardare i fondi pubblici riducendo al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico straordinario»³⁶⁶; d'altro canto essa non si spinge ad escludere in modo categorico, perentorio ed assoluto qualsiasi coinvolgimento delle finanze pubbliche nella risoluzione bancaria, dietro il convincimento che in taluni casi estremi - segnatamente durante l'avvicinarsi di una crisi sistemica - «le procedure previste dalla direttiva BRRD [ovvero gli strumenti descritti sopra e il *bail-in*] non siano sufficienti a risolvere la crisi e a prevenire effetti dannosi all'economia»³⁶⁷. L'intervento pubblico verrà pertanto a configurarsi come un'opzione eccezionale e soprattutto - per come avremo modo di chiarire - condizionata dal requisito della residualità, rispetto ad un previo coinvolgimento delle risorse private nel superamento del dissesto³⁶⁸. Siffatta condizione non è di certo mutamento di poco conto, poiché tradizionalmente il salvataggio pubblico ha costituito la regola piuttosto che l'eccezione, soprattutto in un Paese come l'Italia, in cui la tutela del risparmio in tutte le sue forme, consacrata all'art. 47 della Costituzione, vanta origini che risalgono ai tempi della Legge Bancaria³⁶⁹. Non deve dimenticarsi che l'IRI, istituito nel 1933, si articolava in due branche, denominate «Sezione Finanziamenti» e «Sezione Smobilizzi» appunto. Questa seconda in particolare si occupava di ripulire i bilanci delle banche dalle

³⁶⁶ Direttiva 2014/59/UE, Art. 31, p. 2, lett. c).

³⁶⁷ Greco G.L., 2016, *La tutela del risparmiatore alla luce della nuova disciplina di «risoluzione» delle banche*, op.cit., p. 81.

³⁶⁸ Parliamo di «dissesto», ma equivalentemente potremmo usare la parola «risoluzione», intesa però nel suo senso più ampio, che trascende la sola azione di risoluzione. Alcuni di questi interventi infatti possono essere attuati anche a prescindere dalle procedure descritte dalla BRRD.

³⁶⁹ Non deve dimenticarsi che la Legge Bancaria, benché abbia dal canto suo raggiunto vette di ineguagliabile modernità per quei tempi, si inserisce in un vero e proprio clima di regolazione internazionale, nato in risposta alla Crisi del '29, i cui principali prodotti furono il *Glass Steagall Act* negli Stati Uniti, l'*Arrêté Royal* belga e la legge bancaria tedesca. Ad accomunare questi diversi atti e le diverse soluzioni adottate in concreto era proprio la volontà di tutelare i depositanti. Un commento acuto di un contemporaneo si rinviene in Setti F., 1937, *La tutela del risparmio e la disciplina della funzione creditizia nella legislazione straniera*, saggio apparso su «Rivista Bancaria», nn. 1,2 e 3. Ad ampio raggio di analisi è inoltre la raccolta a noi più vicina Porzio M., a cura di, 1981, *La Legge Bancaria - Note e appunti sulla sua «storia segreta»*, Il Mulino, Bologna.

partecipazioni azionarie di industrie entrate in fase di crisi, le quali in caso di fallimento avrebbero così gettato un'ombra cupa sulla tenuta del sistema creditizio. Il contesto in cui subentravano gli interventi degli Anni Trenta del secolo scorso era infatti quello che si ascrive al modello della banca mista³⁷⁰ o - per dirla con le parole di Raffaele Mattioli - del «catoblepismo»³⁷¹, in cui la più seria minaccia alla tenuta degli enti creditizi era imputabile alla «mostruosa fratellanza siamese»³⁷² fra banca e industria. *Mutatis mutandis*, ovvero mutati i titoli azionari con i titoli di Stato, mutate le industrie non performanti con i Paesi, Grecia in testa, caratterizzati dalla difficile tenuta delle finanze pubbliche, i salvataggi pubblici che hanno fatto seguito alla crisi del debito sovrano non si sono discostati poi molto dalle logiche che avevano informato le massicce operazioni degli Anni Trenta del Novecento. Colpisce soprattutto l'entità delle cifre spese a ridosso delle fasi più acute di crisi, che ammontano a «240 miliardi di euro in Germania, a carico dei contribuenti tedeschi, 50 miliardi in Spagna, finanziati con i fondi europei raccolti dall'ESM, 40 miliardi in Irlanda e quasi altrettanti in Olanda»³⁷³. Si capisce pertanto come la normativa figlia della crisi abbia fatto assurgere ad obiettivo primario la salvaguardia dei contribuenti e quindi delle finanze pubbliche, che se impegnate in ulteriori salvataggi della predetta entità, avrebbero ulteriormente aggravato la posizione già deteriorata di alcuni Paesi³⁷⁴. Peraltro, come abbiamo

³⁷⁰ Si definisce banca mista quel modello di banca operante fra i secoli XIX e XX, in cui non era praticata correlazione alcuna fra raccolta e impieghi (somme raccolte a breve termine venivano indifferentemente investite a medio o a lungo) e in cui il metodo prevalente di finanziamento alle industrie era rappresentato dalla sottoscrizione di azioni delle imprese stesse. Fra i molti testi dedicati alla storia dell'ordinamento creditizio si segnalano senza pretesa alcuna di esaustività La Francesca S., 2004, *Storia del sistema bancario italiano*, Il Mulino, Bologna; Giordano F., 2007, *Storia del sistema bancario italiano*, Donzelli, Roma. Lo stesso problema è considerato dal versante industriale in Amatori F. et Colli A., 1999, *Impresa e industria in Italia: dall'Unità a oggi*, Marsilio, Venezia; Gualerni G., 1994, *Storia dell'Italia industriale: dall'unità alla Seconda Repubblica*, Etas, Milano; Capriglione F., 2015, *Un secolo di Regolazione*, capitolo in Capriglione F., a cura di, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, CEDAM, Padova.

³⁷¹ Mattioli R., 1962, *I problemi attuali del credito*, articolo apparso su «Mondo economico», n. 2, Gennaio.

³⁷² *ibid.*

³⁷³ Rossi S., 2016, *L'Unione Bancaria all'interno del processo di integrazione europea*, Intervento del Direttore Generale di Banca d'Italia, op. cit., p. 5.

³⁷⁴ Si fa riferimento a quello che è noto in letteratura come *doom loop* (circolo vizioso) fra debito privato delle banche e debito pubblico. Una buona contestualizzazione delle nuove regole di risoluzione all'interno di tale tendenza, è quella contenuta in Avgouleas E. et Goodhart C., 2014, *A critical evaluation of bail-in as a bank recapitalisation mechanism*, op. cit., p. 2: «In the European Union, on the other hand, the doom-loop between bank instability and sovereign indebtedness has

ricordato fin dalla prima parte del nostro lavoro, l'implicita garanzia di un salvataggio pubblico favoriva un'inclinazione degli operatori all'azzardo morale, sulla base della convinzione che, soprattutto per gli enti di rilevanza sistemica, non sarebbe stato possibile lasciarli fallire.

La normativa di risoluzione cerca dunque fra i suoi molteplici obiettivi di porre un freno alla logica del *too-big-to-fail*; freno che tuttavia non si configura come una soluzione semplice e definitiva. Non sono infatti improbabili situazioni ove per la gravità delle perdite o (più verosimilmente ancora) per la particolare drammaticità della congiuntura economica, venga a delinearci una vera e propria aporia fra il riguardo alla fiscalità generale e la stabilità finanziaria.

A questo proposito i *Key Attributes of Effective Resolution Regimes*, documento redatto dal *Financial Stability Board* al quale ha tratto largamente ispirazione anche la normativa europea, non escludono in via di principio che possa darsi caso alcuno di intervento pubblico, ma prevedono invece che questo possa prendere forma come «ultima spiaggia»³⁷⁵ a disposizione per la stabilità finanziaria. Si badi quindi che dietro questo intendimento cambia anche il fine dell'intervento pubblico. Non si tratta infatti più - ed è questa la differenza con gli interventi tradizionali *à la* Beneduce - di tutelare gli investitori (per la sottocategoria dei depositanti come abbiamo visto esistono i DGS), bensì di «evitare ripercussioni negative sulla stabilità finanziaria»³⁷⁶. Si può poi certo discutere di come questo obiettivo si ripercuota con esternalità positive sulla generalità delle famiglie e quindi anche di quelle clienti dell'ente sottoposto a

left Eurozone governments with a major conundrum. The traditional route of a public bailout is increasingly ruled out, not only due to a principled adherence to the avoidance of moral hazard, but also due to its potential impact on already heavily indebted countries. To answer this challenge, the Eurozone has established the European Stability Mechanism (ESM) to act, amongst other purposes, as an essential component of the European Banking Union (EBU). Both the ESM statute and the new EU Resolution regime based on the forthcoming EU Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) require the prior participation of bank creditors in meeting the costs of bank resolution».

³⁷⁵ FSB, 2011, *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, Ottobre 2011, § 6.5, p. 12: «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».

³⁷⁶ Boccuzzi G., 2015, *L'Unione bancaria europea - Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Bancaria Editrice, Roma, p. 120.

risoluzione o comunque beneficiario di una misura straordinaria di intervento pubblico; nondimeno questo è al più un effetto di lungo periodo, mentre almeno in prima battuta per molte di quelle categorie, che prima avrebbero potuto sperare con ragionevole certezza di essere beneficiari di una implicita garanzia pubblica, si tratta invece comunque di dover sostenere alcuni costi, che permangono a presupposto per l'intervento straordinario.

Giova pertanto passare in rassegna come il ruolo dell'intervento pubblico sia previsto all'interno della BRRD e quali siano poi le sue ulteriori specificazioni nel quadro del Meccanismo di Risoluzione Unico.

II.1.e.1. Gli interventi pubblici nella BRRD

Gli interventi pubblici contemplati all'interno della BRRD sono considerati rimedi eccezionali, i quali nella misura in cui possono alterare la parità delle armi fra gli operatori, purché senza violazioni plateali del divieto di aiuti di Stato³⁷⁷, debbono essere applicati con l'obiettivo di ritornare a condizioni di mercato nel più breve tempo possibile.

Gli interventi straordinari disciplinati dalla direttiva sono di due generi: il sostegno pubblico al capitale e la proprietà pubblica temporanea, rispettivamente contemplati agli articoli 57 e 58.

Il primo di questi due interventi si sostanzia di un sostegno fornito al capitale in cambio di strumenti di capitale primario, strumenti aggiuntivi di classe 1 o strumenti di classe 2³⁷⁸. Diciamo per semplicità di ragionamento (anche se tali categorie contengono un novero più ampio di rapporti) che gli strumenti ceduti consistono in buona sostanza con le azioni e le obbligazioni dell'ente in dissesto. Concentriamoci allora sulle prime. Poiché come avremo modo di chiarire poco d'appresso, la previa applicazione di un meccanismo di condivisione degli oneri necessario per far ricorso agli strumenti di sostegno pubblico, a fronte di un certo

³⁷⁷ Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Considerando 55): «A tale riguardo, è opportuno che il ricorso a un sostegno finanziario pubblico straordinario, a fondi di risoluzione o a sistemi di garanzia dei depositi a sostegno della risoluzione di enti in dissesto rispetti le pertinenti disposizioni in materia di aiuti di Stato».

³⁷⁸ Direttiva 2014/59/UE, Art. 57, p. 1. Sulle classi patrimoniali si rimanda alla parte dedicata allo strumento del *bail-in*.

requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili, realisticamente avrà cancellato le originarie degli azionisti e avrà immesso nuovi soggetti alle quote di proprietà dell'impresa, lo Stato potrebbe trovarsi a detenere partecipazioni rilevanti, quando non già (ma è questo caso particolare che ricade piuttosto nel secondo strumento) di controllo. Fermi dunque i poteri conferiti alle autorità di risoluzione, si porrebbe quindi anche il problema di come il potere pubblico entri nella gestione dell'ente in risoluzione. A tal proposito è il disposto stesso della direttiva a chiarirne i contorni, dal momento che prevede³⁷⁹ che quando lo Stato sia dotato di poteri di gestione, tali poteri debbano esplicitarsi secondo le logiche tipiche dell'impresa bancaria, ovvero garantendo una gestione su base commerciale e professionale.

D'altro canto la misura in oggetto al capitale non può essere intesa come un ritorno del potere pubblico nel capitale delle banche, la separazione fra i quali, almeno nel nostro ordinamento, ha seguito un tortuoso e non facile percorso negli Anni Novanta fra i due poli ideali della Legge Amato³⁸⁰ e della Legge Ciampi³⁸¹. Al contrario la transitorietà della misura è rimarcata dallo stesso articolo 57, il quale

³⁷⁹ Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Art. 57, p. 2. Si noti in particolare a formulazione del presente paragrafo: « Gli Stati membri, *nella misura in cui la loro quota detenuta [...] lo consenta*, assicurano che tali enti o entità soggetti/e allo strumento pubblico di sostegno al capitale conformemente al presente articolo siano gestiti/e su base commerciale e professionale». [corsivo aggiunto]. L'impianto scelto dal codecisore europeo prevede che la gestione su base commerciale e professionale debba essere perseguita dallo Stato, nella misura in cui la sua partecipazione lo consenta. In questo si riflette l'indeterminatezza, che abbiamo palesato nel corpo del testo, dicendo che la misura porterebbe all'acquisizione di partecipazioni rilevanti quando non di controllo. Non può infatti essere determinato per via normativa in che proporzione lo Stato entrerà nel capitale dell'impresa, ma questa verrà determinata caso per caso all'esito della procedura. Va segnalato peraltro che questa scelta non brilla per eleganza normativa, dal momento che una eventuale partecipazione di controllo farebbe coincidere il primo strumento esattamente con il secondo della nazionalizzazione temporanea. Non è dunque chiaro - a stare al solo dato testuale - se parliamo di due strumenti diversi o se di «uno strumento e mezzo», con la specificazione del caso particolare in cui il potere pubblico assuma il controllo dell'impresa.

³⁸⁰ Legge 30 luglio 1990, n. 218, «Disposizioni in materia di ristrutturazione e integrazione patrimoniale degli istituti di credito di diritto pubblico». Alla legge ha fatto seguito il Decreto legislativo 20 novembre 1990, n. 356, «Disposizioni per la ristrutturazione e per la disciplina del gruppo creditizio», adottato sulla base delle deleghe contenute negli Artt. 2, 5 e 6 della Legge suddetta.

³⁸¹ Legge 23 dicembre 1998, n. 461, «Delega al Governo per il riordino della disciplina civilistica e fiscale degli enti conferenti, di cui all'articolo 11, comma 1, del decreto legislativo 20 novembre 1990, n. 356, e della disciplina fiscale delle operazioni di ristrutturazione bancaria», seguita dal Decreto Legislativo 17 maggio 1999, n. 153, «Disciplina civilistica e fiscale degli enti conferenti di cui all'articolo 11, comma 1, del decreto legislativo 20 novembre 1990, n. 356, e disciplina fiscale delle operazioni di ristrutturazione bancaria, a norma dell'articolo 1 della legge 23 dicembre 1998, n. 461».

prevede che la partecipazione dello Stato debba essere dismessa nel più breve termine possibile, ovvero «non appena le circostanze commerciali e finanziarie lo consentano»³⁸². Il bisogno di liquidità da parte di un ente quindi non può essere la giustificazione per un ritorno dello Stato nel capitale delle banche. La ricapitalizzazione attuata per tale strada è quindi da considerarsi come un supporto transeunte, come una sponda offerta soprattutto quando le acque in cui l'ente naviga si fanno cattive (non dunque quando è lo scafo ad essere fallato).

Dicevamo poco sopra che l'apporto di capitale da parte del settore pubblico lascia indeterminata per via normativa la quantificazione dell'entità della partecipazione acquisita e soprattutto i poteri legati a tale partecipazione. A questo proposito pare conformarsi il secondo degli interventi di sostegno straordinario, ovvero la proprietà pubblica temporanea. In ogni caso, anche in questa seconda opzione, le modalità di gestione seguiranno i requisiti già delineati per il primo strumento. Dovranno pertanto svolgersi su «base commerciale e professionale» e nuovamente le partecipazioni statali saranno cedute al settore privato³⁸³ «non appena le circostanze commerciali e finanziarie lo consentano»³⁸⁴. Sotto il profilo del *modus operandi* dello Stato, i disposti riguardanti le due misure sono peraltro completamente sovrapponibili, proprio nella misura in cui le espressioni utilizzate non si discostano nemmeno per uno iota. Lecito è pertanto domandarsi se effettivamente si stia parlando di due strumenti distinti o se i due articoli descrivano piuttosto un complesso organico sulle modalità straordinarie di intervento pubblico. Fra le due tesi sembra certamente preferibile la seconda, dal momento che i due istituti paiono effettivamente complementari e si differenziano soltanto per due elementi. In primo luogo ad essere oggetto della proprietà pubblica temporanea - come è ovvio - è soltanto il capitale azionario, che è appunto quello sul quale si misura il controllo sull'impresa, mentre con la prima strada si potevano coinvolgere strumenti tanto di classe 1 come di classe 2. Inoltre

³⁸² Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Art. 57, p. 3.

³⁸³ Nella versione italiana della direttiva, sia quella pubblicata sul portale istituzionale del diritto dell'Unione che sulla Gazzetta Ufficiale del 21 Luglio 2014, è presente un refuso. Il p. 3 dell'Art. 58 prescrive che gli enti in proprietà pubblica temporanea siano nel più breve tempo possibile «ceduti al settore pubblico». Se così fosse la disposizione risulterebbe priva di senso alcuno, dal momento che lo Stato dovrebbe cedere a se stesso (o ad un'amministrazione) un'impresa che già possiede. Soccorre tuttavia la versione inglese della direttiva in oggetto, la quale appunto recita «*to the private sector*».

³⁸⁴ Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Art. 58, p. 3.

l'Art. 58 sulla nazionalizzazione temporanea non fa menzione alcuna di una controprestazione in capitale, che invece è la prima misura richiede per la cessione dei titoli.

Queste differenze tuttavia, che possono apparire notevoli ad una prima lettura, l'occhio attento al dato dei fatti ci indica invece come di modesta portata. Basta per questo capovolgere lo sguardo di lettura e anziché concentrarsi su che cosa differenzi la nazionalizzazione temporanea dalla ricapitalizzazione pubblica, considerare quali siano i punti lasciati aperti da quest'ultima. Come notavamo dianzi, attraverso la ricapitalizzazione non si può determinare, se non nel momento preciso in cui questa avviene, in che proporzione lo Stato entrerà nel capitale della banca. Banalmente questo dipenderà sopra ogni fattore dalla carenza di liquidità e dalla qualità dei titoli ceduti. Ecco che allora l'Art. 58 sembra piuttosto essere una specificazione per tutti quei casi in cui la cessione di titoli azionari comporti il controllo da parte dei pubblici poteri. A siffatta lettura potrebbe ancora essere obiettata la seconda differenza, ovvero quella per cui nella nazionalizzazione mancherebbe la controprestazione. Se tuttavia volessimo marcare una barriera invalicabile fra le due misure soltanto sulla base di questo elemento, non potremmo che fallire e ricadere nel paradosso. Anche in questo caso la spiegazione può bene essere inquadrata all'interno dell'indeterminatezza della prima misura. Per essere semplici prevedere una controprestazione anche nel secondo caso, sarebbe stato decisamente ridondante. Supponiamo infatti che lo Stato assuma in via temporanea il controllo di un ente bancario. Se vi fosse la previsione espressa di un corrispettivo per le azioni prese, non si tratterebbe di altro che dell'obbligo di iscrivere a bilancio una partita di giro. Peraltro è di adamantina chiarezza che nella fase di proprietà pubblica temporanea si procederà, secondo le modalità ritenute opportune, a ricapitalizzazione, dal momento che se l'impresa necessitava di liquidità prima del trasferimento continuerà a soffrire del medesimo bisogno anche dopo di questo.

Quello che invece differenzia in maniera sostanziale le due misure, è la possibilità, agendo per tramite della seconda, di procedere direttamente con l'acquisizione in mano pubblica³⁸⁵, in questo caso sortendo un effetto predeterminabile. Sotto

³⁸⁵ Tale interpretazione fa appoggio su una lettura testuale del disposto contenuto ai pp. 1 e 2, primo periodo, dell'Art. 58 menzionato: « 1. Gli Stati membri possono sottoporre un [...] a proprietà pubblica temporanea. 2. A tal fine, essi possono eseguire uno o più ordini di trasferimento

questa lente l'Art. 58 garantirebbe un iter più snello per tutti quei casi in cui il trasferimento debba essere rapido e il potere pubblico debba immediatamente prendere il controllo dell'impresa.

Permane quindi una certa ambivalenza nella misura di nazionalizzazione temporanea, che può tanto essere una strategia isolatamente e coscientemente perseguita, quanto l'esito collaterale, ancorché non certo imprevedibile o non voluto da parte del decisore, dell'applicazione del primo strumento.

Benché sul punto possa certamente essere addotta la mancanza di una certa eleganza normativa, la questione non pare essere di impedimento all'implementazione della politica di risoluzione. Se infatti non è chiara la distinzione (se e quando esiste) fra le due misure, che presentano un rimarcabile grado di fungibilità, d'altro canto gli adempimenti necessari per applicare tali strumenti, oltre ad essere gli stessi in entrambi i casi, non lasciano certo spazio a fraintendimenti di sorta.

In primo luogo la circostanza deve essere quella di una crisi sistemica³⁸⁶, altrimenti difficilmente il bisogno di liquidità, dato il contesto di vigilanza prudenziale e degli stretti requisiti in materia di capitale dopo Basilea III, potrebbe configurarsi come una situazione incolpevole da parte dell'ente.

Inoltre l'adozione delle due misure suddette può avvenire soltanto previo coinvolgimento degli azionisti e dei creditori in una svalutazione pari almeno all'8% delle passività totali³⁸⁷. Tale previsione si colloca in linea con le posizioni espresse nel 2013, prima ancora della nuova normativa in tema di risoluzione, sugli aiuti di Stato, che subordinava³⁸⁸ appunto ad una previa condivisione degli

azionario [...]». La norma sembra quindi far seguire il trasferimento ad un preciso atto di volontà, in questo caso predeterminabile negli effetti.

³⁸⁶ Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Art. 37, p. 10.

³⁸⁷ Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Art. 37, p. 10, lett. b.

³⁸⁸ Cfr. Commissione Europea, *Comunicazione sul settore bancario*, 2013/C 216/01, in particolare i punti 15 - 20. Sul punto può essere utile la lettura di Inzitari B., 2016, *BRRD, bail-in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione delle perdite (D.Lgs. 180/2015)*, articolo apparso su «Il Diritto degli Affari», n. 13 Maggio, in particolare p. 5: «[La Comunicazione] dispone i principi sulla condivisione degli oneri secondo i quali il sostegno statale dovrebbe essere concesso a condizioni che rappresentano un'adeguata condivisione degli oneri da parte di coloro che hanno investito nella banca (punto 15); prima di concedere ad una banca qualsiasi tipo di aiuto alla ristrutturazione - che si tratti di misure di ricapitalizzazione o di sostegno a fronte di attività deteriorate - dovrebbero essere esaurite tutte le misure che generano capitale, tra cui la conversione del debito di rango inferiore, a condizione che siano rispettati i diritti fondamentali e non sia messa a rischio la stabilità finanziaria. Poiché qualsiasi aiuto alla ristrutturazione è necessario per impedire l'eventuale

oneri (o *burden sharing* nella vulgata invalsa, forma embrionale del *bail-in*) del predetto 8%. Tale condivisione, oltre a porsi in linea con i generali obiettivi della risoluzione di disincentivare l'azzardo morale e salvaguardare le risorse pubbliche³⁸⁹, è diretta inoltre ad un'ulteriore fine. Già si è mostrato come l'intervento pubblico straordinario si atteggi in maniera sostanzialmente diversa dalla garanzia implicita pubblica della prima stagione di crisi. Se fosse previsto soltanto l'intervento straordinario senza preventiva condivisione degli oneri, l'esito paradossale sarebbe quello di conferire un vantaggio concorrenziale ai Paesi già finanziariamente più forti, per due ragioni soprattutto. I risparmiatori potrebbero pensare che a fronte delle difficoltà di un istituto in tale Paese sarebbe più semplice riconoscere la natura sistemica della crisi, dietro la considerazione per cui altrimenti più difficilmente l'ente sarebbe entrato in crisi. Inoltre gli Stati caratterizzati da finanze sane con riguardo ai parametri del Patto di Stabilità e Crescita, con più facilità avrebbero la possibilità di intervenire nella ricapitalizzazione, in virtù di una *fiscal stance* con maggiori margini di manovra³⁹⁰. Aggiungiamo a queste considerazioni già avanzate in letteratura, che l'effetto sarebbe tanto più tangibile, quanto più ampia fosse più pronunciata la tendenza negli Stati in questione all'accorpamento degli enti bancari. In sostanza verrebbe a riproporsi una logica simile a quella del *too-big-to-fail*, che lascerebbe i risparmiatori con la ragionevole aspettativa di poter beneficiare di un intervento straordinario in quei determinati Paesi, senza dover subire perdita alcuna. La previsione della previa condivisione degli oneri parifica dunque sotto il profilo

fallimento disordinato di una banca, per ridurre gli aiuti al minimo necessario le misure di ripartizione degli oneri devono essere rispettate a prescindere dalla solvibilità iniziale della banca. Prima di concedere aiuti per la ristrutturazione a favore di una banca, gli Stati membri dovranno pertanto garantire che gli azionisti e i detentori di capitale subordinato di detta banca provvedano a fornire il necessario contributo oppure costituire il quadro giuridico necessario per ottenere tali contributi (punto 19)».

³⁸⁹ Più correttamente andrebbe detto che sono tali obiettivi a risentire dell'influenza della citata comunicazione della Commissione sugli Aiuti di Stato.

³⁹⁰ De Aldisio A., 2016, *Le nuove regole europee sulla risoluzione. L'intervento pubblico tra Scilla e Cariddi*, articolo apparso su «Analisi Giuridica dell'Economia», Fascicolo 2, Dicembre 2016, pp. 333 - 367, in particolare p. 340: « L'obbligo di applicare un bail-in minimo è coerente con l'impostazione che lega il sostegno pubblico straordinario alla necessità di disporre la risoluzione [...] e con la necessità di ridurre al minimo l'utilizzo di fondi pubblici; inoltre mira, come espressamente richiamato dal considerando 57, a ridurre le disparità competitive fra i paesi europei; gli investitori potrebbero, infatti, essere indotti a depositare i propri fondi presso le banche dei paesi finanziariamente più forti, nella speranza del riconoscimento del carattere sistemico di una crisi e dell'erogazione di un sostegno pubblico alle banche in difficoltà che eviti l'applicazione del bail-in, ove quel vincolo non fosse previsto».

della competitività i diversi Paesi destinatari della normativa, la quale risulterà quindi - almeno sotto questo particolarissimo profilo - neutrale in quanto a redistribuzione di benefici fra gli operatori.

Inoltre l'utilizzo dei fondi pubblici integra di per se stesso i presupposti per stabilire che l'ente sia in dissesto e si renda quindi necessario avviare un'azione di risoluzione. In questo senso più che il legame fra il dissesto e la risoluzione, rileva l'intento antielusivo della disposizione in esame. Se infatti non si prevedesse di avviare una risoluzione ogni qual volta si ricorra alle misure sopra menzionate, si potrebbe profilare il rischio di utilizzare l'intervento pubblico al fine di evitare gli obblighi previsti dalla nuova normativa europea. Così congegnata invece la previsione permette certo in casi di eccezionalità di ricorrere alle misure straordinarie, ma evita per così dire che l'eccezionalità diventi la regola. A tale norma fa però riscontro il limite che non ogni misura di ricapitalizzazione da parte del settore pubblico largamente intesa, sia il presupposto per avviare una risoluzione. Da tale novero devono infatti essere escluse tre ipotesi³⁹¹, in cui non è necessario avviare la procedura. Il primo caso è quello delle garanzie offerte dallo Stato sulla liquidità di assistenza³⁹² fornita dalle banche centrali alle proprie condizioni; il secondo invece quello delle garanzie sulle passività di nuova emissione. Si noti come in realtà le situazioni descritte conoscano dei precedenti nell'ordinamento interno. In particolare condizioni di favore per la liquidità di emergenza (in questo caso fornita dalle altre banche e comunque nel quadro delle procedure concorsuali ordinarie), erano già previste nel nostro ordinamento dal cosiddetto Decreto Sindona³⁹³. Le garanzie sulle passività di nuova emissione assomigliano poi a quelli che in gergo sono stati a loro tempo chiamati «Tremonti

³⁹¹ Ai sensi della Direttiva 2014/59/UE, Art. 32, p. 4, lett. d), punti i) - iii). Alla previsione fa riscontro l'Art. 18, del D.Lgs 180/2015.

³⁹² Il riferimento è soprattutto all'*Emergency Liquidity Assistance* (ELA). In proposito vd. Banca Centrale Europea, 2014, *Procedure per l'erogazione di liquidità di emergenza*.

³⁹³ Decreto del Ministro del tesoro 27 settembre 1974, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale, n. 256 del 2 ottobre 1974. Il decreto permetteva alle banche che fossero intervenute in favore di un ente in liquidazione, di ricevere dalla Banca d'Italia un finanziamento al tasso agevolato dell'1%. Si noti in particolare - dato che normalmente passa sotto il silenzio - come in un contesto di alta inflazione un tasso così basso di fatto costituiva un premio alle banche per concedere liquidità. Di fatto quindi anche se per tramite delle altre banche, l'operazione di fatto era a carico della Banca d'Italia. Per approfondimenti vd. Clarich M. et Camilli E.L., 2009, *L'evoluzione del controllo dei rischi finanziari: le competenze della Banca d'Italia e della Consob*, articolo apparso su «Banca Impresa Società», n. 1, Anno 28, pp. 27-72.

Bond»³⁹⁴, i quali si inserivano nelle strategie di immediata risposta al deflagrare dell'ondata di crisi finanziaria.

Infine la terza ipotesi per la quale non è necessario avviare una azione di risoluzione è quella in cui l'iniezione di fondi o l'acquisto di strumenti di capitale avvengano a condizioni tali da non conferire un vantaggio all'ente. L'ipotesi peraltro è residuale, dal momento che è aggravata dal fatto che l'ente non deve nemmeno essere in odore di dissesto, sicché dovrà essere entro i requisiti necessari per il mantenimento dell'autorizzazione (e nemmeno deve essere ravvisabile il rischio che li violi nell'immediato futuro), le attività dovranno essere superiori alle passività e infine dovrà essere in grado di ripagare i propri debiti a scadenza. Questa terza ipotesi sembra pertanto essere tutta orientata a quei casi in cui l'ente si trovi in difficoltà per via delle condizioni avverse di sistema, senza che possa porvi rimedio da solo. Benché paia piuttosto remota la possibilità di soddisfare tutti i requisiti necessari indicati da questa terza ipotesi³⁹⁵, del pari permane indice di un atteggiamento non pregiudiziale da parte della Direttiva nei confronti dell'intervento pubblico in caso di crisi sistemica³⁹⁶. Nondimeno va segnalato, come già si era fatto a suo tempo per le misure alternative degli Schemi di Garanzia dei Depositi, che anche le ricapitalizzazioni pubbliche che non prevedono l'avvio della risoluzione sono contraddette e in buona parte paralizzate

³⁹⁴ Tali strumenti erano previsti dal d.l. 29 novembre 2008, n. 185 e consistevano in strumenti obbligazionari sottoscritti dallo Stato. La particolarità consisteva nella restituzione degli interessi, condizionata alla realizzazione di utili, nonché nella atipica previsione di una loro conversione in strumenti di capitale. Ai tempi tuttavia i timori ancor forti per un ritorno dello Stato nel capitale delle banche, limitarono fortemente fra gli operatori la scelta del ricorso a tali obbligazioni. Sul punto vd. Rispoli M., 2009, *Sono arrivati i «Tremonti Bond»*, articolo apparso su «Innovazione e Diritto», n. 3, pp. 1-8.

³⁹⁵ Su tale linea cfr. Santoni G., 2016, *La disciplina del bail-in, lo stato di dissesto e la dichiarazione dello stato di insolvenza*, articolo apparso su «Analisi Giuridica dell'Economia», Fascicolo 2, Dicembre 2006, pp. 517 - 525, in particolare p. 520: « A questo riguardo, deve essere sottolineato che la circostanza che il ricorso ad un sostegno finanziario pubblico straordinario sia inserito fra i presupposti idonei a scongiurare lo stato di dissesto della banca vale soprattutto a sottolineare, dal punto di vista sistematico, che le condizioni richieste per procedere ad un sostegno pubblico ai sensi dell'art. 18 [del D.Lgs. 180/2015] sono particolarmente stringenti (evitare o porre rimedio ad una grave perturbazione dell'economia e salvaguardia della stabilità finanziaria; compatibilità dell'intervento con la disciplina degli aiuti di stato, con seguente rilascio dell'autorizzazione da parte della Commissione europea) e di fatto riservate a situazioni eccezionali, che dovranno essere, se del caso, adeguatamente motivate».

³⁹⁶ Atteggiamento che trova conforto nel considerando 41) della direttiva, addivenendo alle stesse conclusioni secondo un ragionamento *a contrario* così recita: «La mera circostanza che l'ente necessiti dell'assistenza di liquidità di emergenza fornita da una banca centrale non dovrebbe costituire di per sé una prova sufficiente del fatto che esso non è, o in un prossimo futuro non sarà, in grado di pagare le proprie obbligazioni in scadenza».

dall'orientamento per vero piuttosto restrittivo sugli aiuti di Stato da parte della Commissione. In particolare il mancato coordinamento con le disposizioni contenute nella BRRD si evince dal fatto che nella comunicazione del 2013 sul settore bancario, così come nelle successive pronunce su casi singoli, la Commissione si è in maniera ostinata attestata sulla necessità di una previa condivisione delle responsabilità, che, almeno a stare al disposto della direttiva³⁹⁷, non dovrebbe essere necessaria per le tre ipotesi sopra descritte³⁹⁸.

Infine un punto ancora va rimarcato per concludere il discorso sulle misure di sostegno straordinario all'interno della BRRD. In maniera inedita rispetto al complesso della direttiva, per queste misure è messo in piedi un meccanismo di collaborazione fra autorità di risoluzione e organo politico del Paese in questione. Il ministero competente è infatti chiamato, insieme all'autorità di risoluzione, a stabilire se non sia sufficiente l'applicazione degli ordinari strumenti di risoluzione per garantire la stabilità finanziaria³⁹⁹ o tutelare l'interesse pubblico⁴⁰⁰. Inoltre ai

³⁹⁷ Questa è la conclusione a cui si addiuvano attraverso la lettura della lett. a), del p. 10, dell'Art. 37 della Direttiva 2014/59/UE, che prevede che la ricapitalizzazione pubblica e la proprietà pubblica temporanea siano applicabili se «gli azionisti e i detentori di altri titoli di proprietà, i detentori degli strumenti di capitale pertinenti ed altre passività ammissibili dell'ente *soggetto a risoluzione* abbiano fornito, tramite svalutazione, conversione o altrimenti, un contributo per l'assorbimento delle perdite e la ricapitalizzazione per un importo non inferiore all'8 % delle passività totali, inclusi i fondi propri, dell'ente calcolate al momento dell'azione di risoluzione in conformità della valutazione di cui all'articolo 36». [corsivo aggiunto] Si noti come la previsione di una condivisione degli oneri sia espressamente prevista per i soli enti sottoposti a risoluzione. Al contrario le tre ipotesi descritte sono proprio quelle in nome delle quali la direttiva non ritiene sussistano i presupposti per avviare un'azione di risoluzione. A rigor di logica quindi in quei tre casi non si dovrebbe procedere con svalutazione alcuna. Non soccorrerebbe nemmeno l'obiezione per cui si possa intendere il termine *risoluzione* nel suo significato più ampio di «superamento del dissesto», dal momento che a siffatta lettura si opporrebbe l'ultimo periodo del disposto, che richiama la valutazione ai sensi dell'Art. 36, che è a tutti gli effetti un elemento della azione di risoluzione (ovvero la risoluzione intesa nel significato più ristretto).

³⁹⁸ Sul punto vd. De Aldisio A., 2016, *Le nuove regole europee sulla risoluzione. L'intervento pubblico tra Scilla e Cariddi*, op. cit., p. 349: «In questo caso, le norme della BRRD e quelle sugli aiuti di Stato non sono coordinate sul piano sostanziale: le ricapitalizzazioni precauzionali consentono di evitare l'avvio della risoluzione e dello stesso write-down degli strumenti di capitale, mentre gli orientamenti sugli aiuti di Stato impongono in questi casi il burden-sharing e quindi un sacrificio dei diritti dei creditori, in particolare di quelli subordinati, che la direttiva, proprio in questi casi, sembra voler escludere». Utile può anche essere la lettura di Ferrari Zumbini R., 2016, *L'Europa fra luogo e non luogo*, articolo apparso su «Il Mulino», rivista, n. 2/2016, pp. 338 - 345.

³⁹⁹ Direttiva 2014/59/UE, Art. 56, p. 4., lett. a).

⁴⁰⁰ *ivi*, lett. b) e c).

fini dell'applicazione dei due strumenti esaminati, anche il ministero sarà dotato dei poteri di risoluzione, normalmente spettanti alla sola autorità⁴⁰¹.

II.1.e.2. L'intervento pubblico straordinario all'interno del Meccanismo Unico di Risoluzione

Come si anticipava poco sopra, all'interno del Meccanismo Unico di Risoluzione l'intervento pubblico acquista alcune specificità ulteriori rispetto al modello generale descritto dalla BRRD. I punti da tenere in considerazione sono due soltanto e non ci dilungheremo nemmeno troppo.

In primo luogo è più accentuato il carattere di residualità dell'intervento pubblico, dal momento che entra in gioco un ulteriore attore, ovvero il Fondo Unico di Risoluzione (*Single Resolution Fund - SRF*). Prima che possa discutersi di qualsiasi ipotesi di intervento pubblico straordinario, il Fondo è ancora chiamato a contribuire alla risoluzione⁴⁰² con una quota pari al 5% delle passività totali⁴⁰³ (ovvero la percentuale massima che il fondo può erogare). Il Fondo tuttavia a propria volta non può intervenire se non è stato sottoposto a *bail-in* almeno l'8% del passivo⁴⁰⁴. Questo significa che l'intervento pubblico straordinario potrebbe avere luogo solo con perdite superiori al 13 % del passivo, che né il *bail-in* nella misura dell'8 %, né un impiego del Fondo in ragione del 5 %, siano riusciti a coprire. Di fronte ad una ipotesi del genere tuttavia verrebbe quanto meno il dubbio che l'azione di risoluzione sia preferibile alle procedure concorsuali, dal momento nei termini del principio del «trattamento non pregiudiziale dei creditori» il rischio è quello per cui si sia veramente sul filo del rasoio. Peraltro anche quando si riuscisse a garantire che ciascuno non subisca un trattamento

⁴⁰¹ Direttiva 2014/59/UE, Art. 56, p. 2.

⁴⁰² Previsioni analoghe in termini generici possono essere rintracciate all'interno della BRRD, in particolare all'Art. 44, dove tuttavia si usa la nozione generica di «meccanismo di risoluzione». La direttiva infatti è stata adottata mentre già si stava delineando il Meccanismo Unico di Risoluzione, il cui regolamento sarebbe entrato in vigore di lì a pochi mesi. Peraltro la previsione deve essere estesa a tutti quei Paesi fuori dal SRM, i quali pure dispongono dei propri fondi di risoluzione.

⁴⁰³ Regolamento UE n.806/2014, Art. 27, p. 9, lett. a). Peraltro ai sensi della lett. b) «tutte le passività non garantite e non privilegiate diverse dai depositi ammissibili sono state svalutate o interamente convertite». Questo certamente contribuisce a rendere davvero poco probabile che si possa far ricorso ad un intervento pubblico straordinario.

⁴⁰⁴ Regolamento UE n.806/2014, Art. 27, p. 7.

deteriore rispetto a quello della liquidazione, data la mole dei costi rispetto ai benefici ottenibili, non è detto che sia ravvisato quell'interesse pubblico, che abbiamo mostrato essere una delle condizioni per la risoluzione.

Va detto che previsioni analoghe sono contenute nella BRRD, seppure con riferimento non tanto al sostegno pubblico straordinario, quanto alle fonti straordinarie di finanziamento. Peraltro se volessimo rintracciare una disciplina degli interventi pubblici straordinari all'interno del regolamento istitutivo del SRM, non la troveremmo punto. Per questo motivo alcune letture hanno ritenuto che le suddette previsioni che comportano un previo intervento di misura almeno pari al 13%, che ricalcano in maniera pedestre quelle che nella BRRD sono indicate come «fonti straordinarie», non siano tanto da riferire nel regolamento ai due strumenti di intervento statale (assenti), quanto piuttosto al ruolo di un altro organismo, ovvero il Meccanismo Europeo di Stabilità⁴⁰⁵. Tuttavia se questa lettura verrà accolta dipenderà sovra ogni altro fattore dagli opportuni accordi interistituzionali, che, se vorranno mettere in campo questa opzione, dovranno per lo meno stendere un memorandum di intesa. Inoltre resta ancora da capire se gli strumenti di ricapitalizzazione pubblica e di proprietà pubblica temporanea all'interno del SRM debbano essere considerate misure di finanziamento ulteriori (e quindi soggetti alla previa copertura di un ammontare pari almeno al 13% del passivo dell'ente in risoluzione), se invece non interferiscano con l'intervento del Fondo⁴⁰⁶ (e quindi possano a prescindere dal Fondo attivarsi in presenza della soglia dell'8 %) o se ancora tali misure debbano essere reintese nelle modalità di intervento del Meccanismo Europeo di Stabilità⁴⁰⁷. La risposta a tali quesiti non potrà tuttavia che sorgere sulla base della concreta implementazione della politica di risoluzione.

⁴⁰⁵ Sul punto vd. De Aldisio A., 2016, *Le nuove regole europee sulla risoluzione. L'intervento pubblico tra Scilla e Cariddi*, op. cit., p. 337: «Il riferimento a un possibile intervento ESM si ricava indirettamente dall'art. 30.3 [in realtà 30.6] del Regolamento SRM che cita l'ESM fra gli organismi con i quali il Comitato deve cooperare nelle circostanze straordinarie di cui all'articolo 27.9 del Regolamento quando questo debba erogare assistenza finanziaria diretta o indiretta alle banche insediate nell'Unione. L'articolo 27.9 del Regolamento SRM riproduce infatti l'art. 44.7 BRRD, che disciplina l'accesso a fonti straordinarie di finanziamento».

⁴⁰⁶ Tesi che troverebbe il sostegno del fatto che il fondo sia chiamato ad intervenire qualora siano esentate discrezionalmente determinate categorie di passività assoggettabili al *bail-in*.

⁴⁰⁷ Tesi non completamente convincente, dal momento che come abbiamo visto la BRRD fa esplicito riferimento al «ministero competente».

II.2. INTORNO AL SRM

Parlare del Meccanismo Unico di Risoluzione (*Single Resolution Mechanism - SRM*) significa considerare un ambito soggettivo di applicazione più ristretto rispetto a quello della Direttiva BRRD. Eppure fra l'uno e l'altro elemento vi è un chiaro legame. Potremmo per ragioni esemplificative affermare che la normativa contenuta nella direttiva costituisca il terreno ben arato, disposto e livellato, sul quale si è quindi potuto gettare il seme di una forma di integrazione più profonda fra i Paesi aderenti alla moneta unica e fra tutti coloro che in futuro vorranno entrare a far parte del Meccanismo suddetto.

Peraltro limitarsi a considerare solamente la Direttiva 2014/59/UE e il Regolamento UE n. 806/2014, istitutivo del SRM, sarebbe riduttivo, dal momento che molti dei contenuti sostantivi del meccanismo sono stati formulati per rimando alle previsioni già contenute all'interno del Meccanismo Unico di Vigilanza. Come abbiamo ribadito fin dalla prima pagina del presente lavoro, la nuova normativa bancaria (e a maggior ragione quella relativa al sottoinsieme dell'UBE) costituisce un complesso organico, all'interno del quale ciascun elemento acquista la propria ragion d'essere piena soltanto in relazione con tutti gli altri. Tale impostazione dal canto suo non è semplicemente il frutto di una lettura *a posteriori* delle norme che l'interprete cerca di mettere a sistema; no, essa si riflette in una precisa tecnica normativa che potremmo dire «a sedimentazione progressiva»⁴⁰⁸, in cui ogni previsione successiva si incunea e si fissa sul

⁴⁰⁸ Non sarà sfuggita ad una lettura attenta la somiglianza di questa tecnica, con l'idea di *policy cycle* presentata nel Capitolo I. Effettivamente una formulazione che segua questa produzione sequenziale meglio si presta ad una costruzione che abbia di mira la durevolezza. I reiterati rimandi delle previsioni posteriori alle «fondamenta» del sistema, accrescono la robustezza di queste, sortendo di rimando l'effetto per cui sia - se non più impegnativo - almeno politicamente più costoso ridisegnare i pilastri dell'architettura. Certo sul lungo una costruzione di tale fatta potrebbe rivelarsi oppressa da rigidità e allora certamente potrebbe essere necessario un momento di *grand bargain*. In questo tuttavia si sostanzierebbe la differenza già indicata fra un macrociclo e un microciclo o sottociclo della politica pubblica. Se infatti «il cielo e la terra passeranno» (Mt 24, 35; Mc 13, 31; Lc 21, 33), non può certo credersi che le politiche pubbliche siano eterne ed immutabili; per contro giova invece che per il tempo in cui la politica rimane in vita la formulazione non sia malferma e altalenante, continuo e turbinoso avvicinarsi di ripensamenti, modifiche, correzioni, integrazioni e abrogazioni. Il rischio (ma a sentire gli operatori più che di rischio di triste tendenza si tratta) è altrimenti quello di rendere oltremodo difficoltosa l'implementazione, ma soprattutto di renderne illeggibile il risultato e vanificare qualsiasi tipo di apprendimento. non sarà infatti facile stabilire a quale norma tempo per tempo vigente a distanza di anni siano imputabili i pregi e i difetti di una determinata politica, sicché con molta probabilità si continuerà a barcamenarsi fra le diverse onde come il naufrago che non sa a quale sponda pararsi e quale sia il primo pericolo da scansare.

complesso delle disposizioni già entrate in vigore. Per citare un esempio di questa tecnica, basti fare riferimento al campo di applicazione menzionato poco sopra. Come già anticipavamo il regolamento del Meccanismo Unico di Risoluzione si rivolge a quei soggetti che operano all'interno dei Paesi dell'Area dell'Euro o che vorranno in un futuro aderire all'Unione Bancaria⁴⁰⁹. A ben vedere però il regolamento istitutivo del SRM non contiene un'espressa previsione di questo tipo, ma rimanda invece al regolamento istitutivo del SSM⁴¹⁰, per la nozione di Stato membro partecipante.

Per quanto invece più strettamente concerne la normativa di risoluzione nella sua parte sostanziale, il regolamento istitutivo si inserisce nell'alveo della BRRD, dalla cui normativa non deroga, se non in senso di maggiori specificazioni. Non dovrà quindi stupire se il regolamento 806 del 2014 quando tratta dei piani di risoluzione, di intervento precoce, di valutazione o ancora degli strumenti della procedura, reca disposizioni che sono replicative, quando non identiche, a quelle contenute nella direttiva⁴¹¹. Non ci intratterremo quindi oltre su tali questioni, nella presunzione che, salvo gli opportuni *specimen*, continuerà a valere quanto detto con riferimento alla direttiva 2014/59/UE.

Gli elementi che invece contraddistinguono il SRM e sui quali vale dunque la pena soffermarsi un poco, sono le due entità all'uopo predisposte fra i Paesi aderenti: il Comitato di Risoluzione Unico (*Single Resolution Board - SRB*) e il Fondo di Risoluzione Unico (*Single Resolution Fund - SRF*). A questi due soggetti vogliamo pertanto rivolgere l'attenzione, prima di concentrarci di lì in poi sullo strumento del *bail-in* soltanto.

II.2.a. Il Comitato di Risoluzione Unico

Il Comitato di Risoluzione Unico opera «in qualità di agenzia indipendente⁴¹² dell'Unione Europea»⁴¹³ dotata di personalità giuridica⁴¹⁴, che agisce in veste di

⁴⁰⁹ Regolamento UE n. 806/2014, Art. 4.

⁴¹⁰ Precisamente all'Art. 2 del Regolamento UE n. 1024/2013.

⁴¹¹ Alternativamente anche qui si opera per rimando.

⁴¹² Per vero la nozione di agenzia all'interno del diritto dell'Unione Europea è questione controversa, poiché tanto nei Trattati quanto nel diritto derivato è assente una precisa definizione. Invalsa nell'uso è comunque la distinzione operata dalla Commissione Europea nelle proprie comunicazioni fra agenzie di regolazione e agenzie esecutive (evidentemente il SRM - almeno nella

«autorità di risoluzione in seno all'Unione Bancaria»⁴¹⁵. In quanto autorità di risoluzione dunque il Comitato sarà dotato di tutti quei poteri e di tutte quelle responsabilità, già previste in capo ad organismi di questo tipo dalla Direttiva BRRD.

Il Comitato è composto dal presidente, da quattro membri a tempo pieno e da un membro nominato da ciascuno Stato membro partecipante in rappresentanza delle loro autorità nazionali di risoluzione⁴¹⁶. Il regolamento in particolare si preoccupa di disciplinare le modalità di scelta del presidente e dei membri a tempo pieno, chiarendo che il mandato della durata di cinque anni⁴¹⁷ non rinnovabili⁴¹⁸ deve essere conferito in seguito ad una procedura di selezione aperta, fra una lista di nomi fornita dalla Commissione al Parlamento Europeo e, una volta che il meccanismo sia entrato a regime, previa consultazione del Comitato stesso⁴¹⁹. Dopo l'approvazione da parte del Parlamento Europeo il conferimento è ratificato da una decisione del Consiglio, che delibera a maggioranza qualificata. Quale è la ragione di questi particolari aggravii, sui quali il regolamento non manca di soffermarsi con doviziosa precisione? La *ratio* deve essere identificata nella volontà di creare un organo dall'altissima competenza tecnica, capace quindi oltre che di assolvere egregiamente ai compiti affidati, anche di consolidare una reputazione tale da facilitare l'esistenza del Comitato e dell'intero Meccanismo Unico di Risoluzione. A questo fine è il regolamento stesso

sua sessione esecutiva - ricade fra queste seconde, essendo la regolazione intestata alla Commissione per tramite dell'EBA, secondo i paradigmi delle norme tecniche regolative ed attuative già analizzati per il SSM). A chi volesse approfondire l'argomento, si raccomanderebbe la lettura di Alberti J.F., 2014, *Le Agenzie dell'Unione Europea*, Tesi Dottorale, Relatore Condinanzi M., Correlatore Nascimbene B., Università degli Studi di Milano, Dipartimento di Diritto Pubblico Italiano e Sovranazionale, in particolare pp. 81 e ss.

⁴¹³ SRB, 2016, *La Visione del Comitato di Risoluzione Unico*, in Relazione Annuale 2015, p. 7.

⁴¹⁴ Regolamento UE n. 806/2014, Art. 42, p. 1: «È istituito il Comitato. Il Comitato è un'agenzia dell'Unione con una struttura specifica corrispondente ai suoi compiti. Esso ha personalità giuridica».

⁴¹⁵ SRB, 2016, *La Missione del Comitato di Risoluzione Unico*, in Relazione Annuale 2015, pp. 7 - 8.

⁴¹⁶ Cfr. Regolamento UE n. 806/2014, Art. 43, p. 1.

⁴¹⁷ Il primo Presidente, nella persona di Elke König, è stato scelto per espressa previsione del regolamento (Art. 56, p. 7) per un mandato di tre anni, rinnovabile per altri cinque.

⁴¹⁸ Cfr. Regolamento UE n. 806/2014, Art. 56, p. 5.

⁴¹⁹ *Ivi*, Art. 56, p. 6.

a prevedere che i membri suddetti siano «designati in base ai meriti, alle competenze, alla conoscenza delle questioni bancarie e finanziarie, nonché all'esperienza in materia di vigilanza e regolamentazione finanziaria e di risoluzione bancaria»⁴²⁰.

Il Comitato poi si riunisce in due distinte vesti, ovvero la sessione plenaria e la sessione esecutiva. Alla sessione plenaria⁴²¹ partecipano tutti i membri del Comitato, compresi quindi anche i rappresentanti delle autorità nazionali. Sono attribuiti al Comitato in questa formazione i poteri di pianificazione e programmazione, sia in termini di bilancio dell'agenzia che del programma di lavoro. Spetta inoltre alla sessione plenaria decidere in merito ai contributi straordinari *ex post* raccolti dal Fondo Unico di Risoluzione, ai prestiti volontari fra meccanismi di finanziamento nazionali e ai mezzi di finanziamento alternativi.

Infine alla sessione plenaria è affidato il potere organizzativo interno, sia con riferimento al personale, che al Comitato nel suo complesso, giacché è in competenza di quest'organo l'adozione del regolamento interno. Nei riguardi della sessione esecutiva esso mantiene peraltro un potere di direzione, che si sostanzia nell'adozione di orientamenti, ai quali il comitato esecutivo in fase decisionale dovrà nei limiti del possibile (e soprattutto del prevedibile) attenersi. Infine è posta in capo alla sessione plenaria il potere di autorizzare all'impiego delle risorse del Fondo Unico per gli interventi più rilevanti⁴²².

La sessione plenaria si riunisce di norma due volte all'anno, ma anche in ogni occasione in cui il presidente o un terzo dei soci lo ritengano opportuno⁴²³; delibera in via ordinaria a maggioranza semplice⁴²⁴, sebbene siano previste alcune ponderazioni, per cui la maggioranza debba essere rappresentativa di almeno il 30% dei contributi al Fondo, nel caso in cui si debba deliberare sugli interventi di

⁴²⁰ *Ivi*, Art. 56, p. 4.

⁴²¹ Disciplinata dal Titolo II, della Parte III del regolamento istitutivo del SRM.

⁴²² Interventi che il Regolamento alla lett. c), del p. 1, dell'Art. 50 quantifica come «al di sopra della soglia di 5 000 000 000 di EUR per la quale la ponderazione del sostegno alla liquidità è pari a 0,5».

⁴²³ Cfr. Regolamento UE n. 806/2014, Art. 51.

⁴²⁴ *Ivi*, Art. 52.

maggioranza di almeno il 50%⁴²⁵ (con maggioranza questa volta dei due terzi), se la decisione riguarda le contribuzioni *ex post*, i finanziamenti straordinari, i prestiti volontari tra i fondi o la messa in comune delle risorse di questi per interventi che riguardino gruppi transfrontalieri. In sostanza la sessione plenaria viene a configurarsi come l'organo di vertice dell'intero SRM, all'interno del quale tuttavia gli Stati membri (*rectius*: le autorità nazionali) possono direttamente far presenti le proprie istanze, in maniera compensativa del trasferimento di numerose competenze ad un livello sovranazionale⁴²⁶.

Accanto alla sessione plenaria, come dicevamo, è prevista anche una sessione esecutiva, formata questa volta soltanto dal presidente e dai membri permanenti⁴²⁷, seppure sia ammessa dietro invito la partecipazione aggiuntiva di membri osservatori provenienti dall'EBA o dalle autorità nazionali, a seconda dell'oggetto della riunione.

In generale il comitato in sessione esecutiva esercita funzioni istruttorie con riferimento a tutti quei poteri che formalmente spettano alla sessione plenaria⁴²⁸. In particolare poi spetta alla sessione esecutiva adempiere a tutti quei compiti - che nel parlare della direttiva BRRD avevamo detto in senso generico essere affidati all'autorità di risoluzione - per le entità e i gruppi che ricadono sotto la vigilanza diretta da parte della BCE⁴²⁹. Questi compiti si sostanzieranno pertanto

⁴²⁵ La ponderazione diventerà del 30% allo spirare del periodo transitorio di otto anni, ai sensi del del p. 3, dell'Art. 52 del Regolamento UE n. 806/2014.

⁴²⁶ L'inclusione dei rappresentanti delle autorità nazionali - ma lo stesso varrebbe per i poteri conferiti a seconda della materia alla Commissione o al Consiglio - riflette l'esito di un difficile compromesso in fase di negoziati fra i sostenitori del metodo comunitario e i propugnatori di un maggiore intergovernativismo. Sul punto si suggerisce la lettura di Zavvos G.S. et Kaltsouni S., 2015, *The Single Resolution Mechanism in the European Banking Union: Legal Foundation, Governance Structure and Financing*, op. cit., in particolare p. 32: «It is fair to admit that the final text of the SRM Regulation, though departing significantly from the Commission's proposal, reflects a pragmatic political compromise between, on the one hand, some Member States (such as Germany) which have supported an extensive role for the Council and, on the other hand, other Member States as well as the European Parliament that have defended the Community method».

⁴²⁷ La disciplina della sessione esecutiva è contenuta al Titolo III della Parte III del Regolamento istitutivo del SRM.

⁴²⁸ Regolamento UE n. 806/2014, Art. 54.

⁴²⁹ Anche qui la norma si ricava da un gioco di rimandi. All'interno del Regolamento n. 806/2014 infatti l'Art. 54 p. 2, lett. a) - c) rimanda all'Art. 7, p. 2, che a propria volta fa riferimento alle disposizioni contenute all'interno del Regolamento UE n. 1024/2013 e segnatamente ai pp. 5 e 6 dell'Art. 6. Per vero l'ambito soggettivo in questo caso è lievemente più ampio, dal momento che per espressa previsione del regolamento SRM prevede espressamente che il Comitato svolga i compiti in oggetto per tutti i gruppi transfrontalieri, al di là della significatività delle attività transfrontaliere

nell'elaborazione dei piani di risoluzione⁴³⁰, nella previsione di obblighi semplificati e nella determinazione del requisito minimo di fondi propri e di passività ammissibili (tema sul quale torneremo nel dettaglio parlando di *bail-in*). In senso più ampio tuttavia spettano alla sessione esecutiva, dove non altrimenti specificato, tutte le funzioni attribuite al Comitato in qualità di autorità di risoluzione. A questo fine pertanto sarà la sessione ristretta competente all'adozione finale del provvedimento o delle decisioni endoprocedimentali⁴³¹. La struttura più snella della sessione esecutiva (e soprattutto la natura a tempo pieno dei suoi membri) permette infatti quella rapidità decisionale⁴³², che sola può permettere una risoluzione che non si trascini dietro strascichi di successivi interventi, dovuti all'aggravarsi della situazione nelle more della decisione⁴³³. A premiare l'efficienza interviene poi anche la previsione del regolamento per la modalità tipica del processo decisionale all'interno della sessione ristretta, che prenderà forma a *consensus*, mentre si tratterà di una votazione a maggioranza semplice soltanto in quei casi in cui non sia possibile addivenire ad un accordo⁴³⁴. La scelta di una decisione a *consensus* deve in questo caso essere salutata con indubbio favore. In presenza infatti di un collegio così ristretto di pochi membri, è possibile procedere con maggiore agevolezza, senza dover andare incontro agli

(che comunque nei fatti erano indicate nella soglia non troppo elevata del 20% nell'ambito del SSM).

⁴³⁰ Questi compiti sono indentificati dal Regolamento UE n. 806/2014, agli Artt. 8 e ss., con eccezione dell'Art. 9 per la valutazione, dove il Comitato in sessione esecutiva non ha funzione meramente istruttoria.

⁴³¹ Ai sensi del Regolamento UE n. 806/2014, Art. 54, p. 1, lett. b), per cui il Comitato in sessione ristretta «prende tutte le decisioni ai fini dell'attuazione del presente regolamento, salvo disposizione contraria del presente regolamento».

⁴³² Sul problema del *timing* vd. in particolare Avgouleas E. et Goodhart C., 2016, *Critical Reflections on bail-in*, articolo apparso su «Journal of Financial Regulation», n. 1/2015, pp. 3 - 29.

⁴³³ Sul legame fra rapidità di intervento è esplicito il Considerando 31) del Regolamento, che così recita: «Ai fini della rapidità e dell'efficacia del processo decisionale nella risoluzione, è opportuno che il Comitato si configuri come agenzia specifica dell'Unione dotata di struttura propria, corrispondente alle specifiche funzioni attribuitele, e atipica rispetto al modello di tutte le altre agenzie dell'Unione. La sua composizione dovrebbe tener adeguatamente conto di tutti i pertinenti interessi che entrano in gioco nelle procedure di risoluzione. Tenendo conto delle funzioni del Comitato, un presidente, un vicepresidente e altri quattro membri a tempo pieno del Comitato dovrebbero essere nominati in base al merito, alle competenze, alle conoscenze in ambito bancario e finanziario nonché all'esperienza in materia di vigilanza/regolamentazione finanziaria e risoluzione di enti [...]».

⁴³⁴ Regolamento UE n. 806/2014, Art. 55.

adempimenti formali che necessariamente gravano su qualsiasi votazione. Inoltre tale modalità ha il pregio di enfatizzare l'armonia delle posizioni, anziché esacerbare i punti di frattura, da momento che intorno a qualsiasi votazione verranno sempre a formarsi parti contrapposte; al contrario se l'obiettivo è quello di creare consenso, il contributo di ciascuno può essere valorizzato e la soluzione può emergere non tanto in guisa di opzione derivante da un secco *aut-aut*, quanto all'esito di un confronto e di un comune lavoro fra membri⁴³⁵, che ricordiamolo, sono cooptati in ragione della propria esperienza in materia.

Una delle competenze più rilevanti del Comitato tuttavia è costituita dalla gestione del Fondo Unico di Risoluzione, di cui è «proprietario»⁴³⁶, al quale merita quindi dedicare alcune righe, soprattutto per la parte concernente il suo meccanismo di finanziamento, frutto delle negoziazioni fra parti nazionali inizialmente non concordanti sulle sue modalità di implementazione.

II.2.b. Il Fondo di Risoluzione Unico e il suo finanziamento - riscontri empirici

Il Fondo di Risoluzione Unico (*Single Resolution Fund - SRF*) assolve all'interno dell'Unione Bancaria gli stessi compiti ai quali sono deputati quelli che la Direttiva BRRD chiama «meccanismi di finanziamento della risoluzione»⁴³⁷, sui quali per vero non ci siamo soffermati se non di passaggio, dal momento che all'interno dei Paesi aderenti al Meccanismo Unico di Risoluzione, essi saranno progressivamente e quasi integralmente sostituiti dal SRF.

Il Fondo negli intenti del Regolamento costituisce un elemento imprescindibile dell'architettura dell'UBE, dal momento che la sua implementazione dovrebbe

⁴³⁵ Per un'operativizzazione più rigorosa di questi concetti si vedano *ex multis* Carlsson C. et Ehrenberg D. et Eklund P. et Fedrizzi M. et Gustafsson P. et Lindholm P. et Merkurieva G. et Riissanen T. et Ventre A.G.S., 1992, *Consensus in distributed soft environments*, articolo apparso su «European Journal of Operational Research», n. 61, pp. 165-185; Eklund P. et Rusinowska A. et De Swart H., 2007, *Consensus reaching in committees*, articolo apparso su «European Journal of Operational Research», n. 178, pp. 185-193; sulle decisioni di comitato in situazioni di incertezza si veda invece Maturo A. et Ventre A.G.S., 2008, *Models for Consensus in Multiperson Decision Making*, North America Association for Fuzzy Information Processing and Systems, 2008 Procedure, New York.

⁴³⁶ Cfr. Regolamento UE n. 806/2014, Art. 67, p. 1.

⁴³⁷ La disciplina dei meccanismi di finanziamento della risoluzione si ritrova nella Direttiva 2014/59/UE agli Artt. 100 e ss., ma anche all'Art. 44, p. 5 per quanto riguarda l'obbligo di previo *bail-in* per un importo pari all'8% delle passività totali e il limite di intervento del 5% parametrato alla stessa grandezza.

contribuire a rompere il legame fra debito bancario e finanze pubbliche, ma soprattutto a raggiungere un più alto grado di armonizzazione delle prassi di finanziamento delle risoluzioni all'interno dell'Unione, che permetterebbe di accrescere quel «pari terreno di gioco» (*level playing field*), a cui in generale tende la normativa di derivazione comunitaria fin dagli Anni Settanta del secolo scorso. A questi obiettivi fatti palesi dal Regolamento stesso⁴³⁸, si aggiunge poi un ulteriore ragione, che deve individuarsi nell'entità stessa del Fondo Unico (su cui torneremo poco d'appresso). A fronte di processi aggregativi tuttora in atto nel settore bancario e della crescente importanza dei gruppi transfrontalieri, difficilmente un singolo fondo di risoluzione potrebbe far fronte da solo allo sforzo che gli si richiederebbe. Peraltro con riferimento alle procedure di risoluzione si viene in questo modo a preconstituire anche un guadagno in termini di efficienza, soprattutto se consideriamo la risoluzione di enti e gruppi che operano su più Paesi. In questo caso una gestione centralizzata è sicuramente da preferire per maggiore semplicità al concorso di numerose autorità riunite nel collegio di risoluzione⁴³⁹ e di diversi fondi messi in comune⁴⁴⁰, poiché durante l'azione di risoluzione il processo decisionale può occupare una fase temporale decisamente ristretta, all'interno della quale sarebbe rischioso ammettere eccessive fratture su base nazionale⁴⁴¹.

Il Fondo dal canto suo potrà quindi intervenire nella risoluzione in maniera unitaria ed in sostegno agli strumenti che già abbiamo descritto, nei riguardi del soggetto sottoposto a risoluzione per garantirne le attività o le passività, erogargli

⁴³⁸ Le ragioni di istituzione di un fondo siffatto si rinvergono nell'*incipit* del Considerando n. 19) del Regolamento UE n. 806/2014: «Un fondo di risoluzione unico [...] è un elemento essenziale senza il quale l'SRM non potrebbe funzionare adeguatamente. Se il finanziamento della risoluzione rimanesse nazionale per lungo tempo, il legame tra emittenti sovrani e settore bancario non si romperebbe del tutto e gli investitori continuerebbero a fissare le condizioni di prestito basandosi sul luogo di stabilimento delle banche piuttosto che sul loro merito di credito. Il Fondo dovrebbe concorrere ad assicurare una prassi amministrativa uniforme riguardo al finanziamento della risoluzione e a evitare che prassi nazionali divergenti ostacolino l'esercizio delle libertà fondamentali o falsino la concorrenza nel mercato interno».

⁴³⁹ Dedicato alla risoluzione dei gruppi transfrontalieri è il Titolo V della Direttiva 2014/59/UE; in particolare sui collegi di risoluzione si vedano gli Artt. 88 e ss.

⁴⁴⁰ Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Art. 107, rubricato «Messa in comune dei meccanismi di finanziamento nazionali in caso di risoluzione di gruppo».

⁴⁴¹ Di qui si comprende anche la scelta del voto a maggioranza in seno alla sessione plenaria del Comitato, volta tutta ad evitare eventuali veti ostinati.

prestiti o ancora acquistarne le attività dell'ente soggetto a risoluzione⁴⁴². Può inoltre versare contributi a un ente-ponte e a una società veicolo per la gestione delle attività oggetto di cessione⁴⁴³. Spetta inoltre al fondo risarcire, sulla base della valutazione successiva intorno al rispetto del principio del *no-creditor-worse-off*, risarcire eventuali trattamenti deteriori rispetto alle procedure concorsuali eventualmente subiti da coloro che vantavano posizioni di vantaggio nei riguardi dell'ente o del gruppo in dissesto⁴⁴⁴. La modalità di intervento tipica sarà tuttavia probabilmente quella in abbinamento allo strumento del *bail-in*⁴⁴⁵, nei casi in cui il Comitato decida di escludere⁴⁴⁶, per ragioni soprattutto legate ai tempi della risoluzione e alla sua efficacia⁴⁴⁷, determinate categorie di attività *bail-inable* dall'utilizzo concreto dello strumento. In questo caso - come abbiamo già più volte ripetuto - sarà in ogni caso necessario un previa svalutazione o conversione in misura pari almeno all'8 % delle passività totali e l'intervento del fondo non potrà superare il 5%.

A chi volesse tuttavia apprendere qualcosa di più sulla natura del Fondo non sarebbe tuttavia sufficiente la lettura del regolamento, dal momento che un aspetto relevantissimo, ovvero il suo finanziamento, che possiamo dire sia l'origine stessa del Fondo ed anche la materia prima con cui si troverà ad operare, non è contenuto in atto legislativo alcuno, bensì in un accordo intergovernativo⁴⁴⁸, sottoscritto da tutti i Paesi dell'Unione⁴⁴⁹, eccetto Regno Unito e Svezia. Il ricorso ad un accordo di questo tipo deve essere ricondotto alle resistenze emerse nelle fasi di formulazione del Regolamento, ad opera dei Paesi del Nord Europa guidati dalla

⁴⁴² Regolamento Ue n. 806/2014, Art. 76, p. 1, lett. a) - c).

⁴⁴³ *ivi*, lett. d).

⁴⁴⁴ *ivi*, lett. e).

⁴⁴⁵ *ivi*, lett. f).

⁴⁴⁶ Regolamento Ue n. 806/2014, Art. 27, p. 5.

⁴⁴⁷ Vd. *infra* III.1.d.

⁴⁴⁸ *Agreement on the transfer and mutualisation of contributions to the Single Resolution fund*, 14 Maggio 2014, Bruxelles

⁴⁴⁹ L'ampia sottoscrizione deve essere intesa nel quadro di apertura del Meccanismo Unico di Risoluzione a tutti i Paesi che vorranno aderirvi. La sottoscrizione preventiva dell'accordo sul Fondo di Risoluzione permetterebbe quindi all'ingresso di un nuovo partecipante di potersi giovare di una struttura già pronta, senza dover rinegoziare la struttura del Fondo.

Germania, i quali avevano timore di essere destinati a diventare i contributori netti della politica della risoluzione⁴⁵⁰. Più precisamente la Germania si trovava nell'atipica posizione di avere sul proprio territorio alcuni fra gli istituti più rilevanti sistemicamente, ma al tempo stesso di avere il più frammentato dei sistemi bancari. Poiché nella proposta iniziale della Commissione la contribuzione avrebbe preso forma in maniera diretta fra le banche e il fondo e sarebbe stata commisurata al rischio e al volume dei depositi, in Germania si sarebbe creato il paradosso per cui *Deutsche Bank* e *Commerzbank* sarebbero state per l'entità dei propri bilanci fra i primi contributori, ma al tempo stesso, essendo l'operatività di molte delle banche tedesche ancorata a realtà strettamente locali, difficilmente sarebbe stato ravvisabile quell'interesse pubblico alla risoluzione, che avrebbe a ricaduto legittimato l'accesso al Fondo, alimentato però da risorse tedesche⁴⁵¹. Da

⁴⁵⁰ Per quanto riguarda la Germania, per le considerazioni fatte in coda al capitolo I, sembra tuttavia essere più credibile ravvisare un timore verso i costi elevati per i propri istituti e soprattutto verso il riflusso massiccio di risorse dalla potente e consolidata Bundesanstalt für Finanzmarktstabilisierung - FMSA, l'autorità di risoluzione costituita in Germania già nel 2008, al SRF. Poiché la FMSA era soggetto distinto dalla Bundesbank, avrebbe perso quindi la sua principale ragion d'essere se ridotta alla redazione dei piani e la gestione delle risoluzioni di enti minori. Parrebbe quindi non eccessivamente azzardato supporre che gli operatori preferissero mantenere la sponda adusa dell'autorità di casa degli anni del *bail-out*, che non il passaggio ad un Fondo unico. Peraltro pur a fronte di un deflusso consistente di risorse verso l'erigendo Fondo Unico, la Germania si trovava nella inusuale posizione di avere al proprio interno alcune fra le più rilevanti banche di importanza sistemica, ma al tempo stesso di essere il sistema bancario più frammentato (l'indice di Herfindahl rende un valore pari a circa un quinto della media dell'Eurozona - Cfr. Banca Centrale Europea, 2013, *Banking Structures Report*, Novembre) , con il più ampio numero di piccoli istituti, i quali quindi con ogni probabilità non si sarebbero potuti mai giovare di un intervento del Fondo. Da questi si comprenderebbe la linea dura della Germania sul punto. Argomenti in tutto e per tutto simili possono essere rinvenuti in Howarth D. et Quaglia L, 2014, *The steep road to European banking union: Constructing the Single Resolution Mechanism*, articolo apparso su «Journal of Common Market Studies», Volume 52, n. 1, pp. 125-140; in particolare parte delle considerazioni fatte sopra sono rintracciabili a p. 138: «Although Germany was home to one very big, highly internationalised, commercial bank – Deutsche Bank – and a second very big commercial bank with a significant European presence – Commerzbank – almost all the other banks were nationally focused, with operations in nearly all cases limited to a small area in Germany. Negligible German interest in European-level funds stemmed from the fact that Germany as a comparatively large, rich and solvent Member State was unlikely to have financial difficulty bailing-out or resolving any of its banks – including the two largest commercial banks».

⁴⁵¹ Sul punto vd. Howarth D. et Quaglia L, 2014, *The steep road to European banking union: Constructing the Single Resolution Mechanism*, op. cit., «With reference to the Resolution Fund, German Finance Minister Wolfgang Schäuble opposed a pure model for a single European bank rescue fund financed by levies on banks. This model was supported by the Commission, the ECB [...], the French government and southern euro area Member State governments. German policy-makers favoured a network of national funds in the medium term and argued that the setting up of a common fund required treaty change. According to the Commission's proposal, contributions to the fund would be lower for banks funded mainly through deposits and undertaking lower risk activities. However, the German position on fund contributions was more cautious than the French and southern European position – despite the large number of small banks engaged in 'traditional' banking activities in Germany. The two largest German commercial banks, Deutsche Bank and

queste premesse si motiva dunque la reiterata ostinazione della Germania, le cui esigenze di allora possono essere a distanza di alcuni anni ravvisate nell'assetto concreto dell'Unione Bancaria e soprattutto nella ripartizione fra enti e gruppi a rilevanza sistemica (inclusi quindi nei Meccanismi Unici di Vigilanza e di Risoluzione) e gli altri enti, soggetti alle regole di armonizzazione, ma sotto la competenza delle autorità nazionali.

Per quanto riguarda più da vicino il Fondo Unico di Risoluzione, la soluzione alle renitenze dei Tedeschi, che fra i vari argomenti avevano anche addotto la carenza di un'idonea base legale nei Trattati per la formazione di un Fondo come da progetto iniziale, fu individuata dai *policy-maker* olandesi, i quali appunti proposero di separare i contenuti del Regolamento sul *Single Resolution Mechanism*, da quelli inerenti alla realizzazione del Fondo, che in accordo al favore di Berlino per il metodo intergovernativo, sarebbe dovuto essere definito da un Accordo siglato a parte. L'architettura del SRM si sarebbe pertanto composta dalle ampie fondamenta della Direttiva BRRD, dalle colonne portanti del Regolamento UE n.806/2014 e infine il sistema sarebbe stato coperto dal tetto del Fondo, da realizzarsi secondo un terzo atto normativo *ad hoc*.

La realizzazione del SRF prevede quindi una contribuzione progressiva, entro un periodo transitorio di otto anni a decorrere dal 1 Gennaio 2016, fino al raggiungimento del livello obiettivo dell' 1% dei depositi protetti⁴⁵², a cui pervenire nel 2024. La contribuzione anche in questo caso segue un duplice binario di contribuzione *ex ante*, per il raggiungimento del summenzionato livello obiettivo, ed *ex post*, qualora le risorse a disposizione del fondo si rivelino insufficienti. Fermiamoci un momento sulla prima tipologia. Differentemente dalla proposta iniziale tuttavia i contributi non sono versati direttamente dagli enti o dai gruppi nelle casse del Fondo, ma devono essere raccolti e poi versati per tramite delle competenti autorità nazionali⁴⁵³. Ogni anno il Comitato si premura di controllare che i contributi versati da tutti gli enti operanti nei Paesi partecipanti, non superino in solido la soglia del 12,5% del livello obiettivo, corrispondente

Commerzbank, fought a rear guard battle against the proposed funding scheme which would hit them on both fronts (deposits and risk activities)».

⁴⁵² Tale livello è stato in ogni caso fissato a monte nel Regolamento UE n. 806/2014, all'Art. 69.

⁴⁵³ IGA, Art. 3, «Transfer of Contributions».

esattamente all'ottava parte dell'ammontare dovuto su tutto il periodo transitorio. Ente per ente l'entità del contributo è ripartita fra un ammontare fisso, commisurato alla totalità del passivo della banca, ad esclusione dei fondi propri e dei depositi protetti, ed un ammontare variabile in funzione del grado di rischio⁴⁵⁴. Nel 2013 la Commissione stimava che a regime il Fondo avrebbe avuto a disposizione *almeno* 52 miliardi di Euro. Si badi bene all'utilizzo del termine «almeno». I calcoli della Commissione facevano perno sull'ipotesi di livello costante dei depositi protetti. Poiché nel 2013 si stimava che il livello dei depositi protetti all'interno dell'Eurozona fosse stato a fine del 2012 pari a 5.212.705 milioni di Euro⁴⁵⁵, da cui è facile calcolare che il livello obiettivo avrebbe fornito al fondo risorse per 52 miliardi.

Senonché questa stima, utile certo per fornire ai decisori un'idea almeno approssimativa di quale sarebbe potuta essere la grandezza del fondo, in realtà può essere considerata indicativa, soprattutto su un periodo di otto anni, soltanto entro precisi limiti. Come dicevamo l'ipotesi di comodo è quella per cui il livello dei depositi protetti non sia soggetto a variazioni. In particolare uno studio empirico⁴⁵⁶ in materia mostra che sia registrabile una significativa correlazione

⁴⁵⁴ Per la contribuzione *ex ante* vd. Regolamento n. 806/2014, Art. 76. Può essere utile inoltre la lettura di AA.VV., 2012/2016, *Riquadro sul Finanziamento del Fondo di Risoluzione Unico*, in Banca d'Italia, *Rapporto sulla Stabilità Finanziaria*, n. 1/2016. In particolare a p. 48: « La misura dei contributi è calcolata annualmente dall'organo di governo dell'SRM ossia dal Comitato di risoluzione unico (Single Resolution Board, SRB), previa consultazione della BCE o dell'autorità nazionale competente e in stretta cooperazione con le autorità nazionali di risoluzione. La contribuzione annuale è determinata in base alla quota del complesso delle passività (esclusi i fondi propri e i depositi protetti) facente capo a ciascuna banca. La contribuzione base è poi corretta in ragione del profilo di rischio della banca; la correzione può determinare uno sconto (entro il 20 per cento) ovvero una penalizzazione (sino al 50 per cento) rispetto alla contribuzione base. Data la bassa probabilità di accesso alle risorse del Fondo di risoluzione, le banche di minore dimensione corrispondono un contributo fisso che varia tra 1.000 e 50.000 euro. Laddove i mezzi finanziari derivanti dai contributi ordinari *ex ante* fossero insufficienti per coprire le perdite e i costi del Fondo, possono essere raccolte *ex post* contribuzioni straordinarie addizionali; l'ammontare annuo dei contributi *ex post* non può superare il triplo dell'importo annuo dei contributi ordinari».

⁴⁵⁵ Le stime, originariamente elaborate nel contesto dei DGS, provengono da Cannas G. et Cariboni J. et Kazemi Veisari L. et Pagano A., 2013, *Updated Estimates of EU eligible and covered deposits*, Commissione Europea, JRC Technical Report, Ufficio Pubblicazioni dell'Unione Europea, Lussemburgo. L'aggiornamento al documento presentato nel 2015 riporta invero la cifra un poco inferiore di 5.200.088 milioni di Euro. Ai fini del nostro ragionamento le due grandezze possono tranquillamente essere trattate come equivalenti. Abbiamo prediletto la prima per ragioni di coerenza con i dati tempo per tempo disponibili ai *policy-maker*.

⁴⁵⁶ Tóth J., 2015, *The Financial Background of the European Deposit Guarantee Schemes and the Resolution Mechanism*, Munich Personal RePEc Archive, Paper N. 64794, 9 Giugno, il paper è stato poi rifiuto integralmente e raffinato in Toth J., 2016, *The Banking Resolution Funds In The European Union*, articolo apparso su «European Scientific Journal», Anno 12, n. 4, pp. 32 - 41.

positiva fra livello dei depositi protetti e prodotto interno lordo⁴⁵⁷. Denotato con \hat{C} (*covered deposits*) il livello dei depositi protetti, la relazione per i Paesi dell'Eurozona può essere espressa come

$$\hat{C} = -12681.7 + 0.5424 \text{ GDP}^{458};$$

$$R^2 = 0,95$$

Si noti in particolare come il valore molto elevato di R^2 sia indicativo, almeno ad un primo livello di analisi⁴⁵⁹, della bontà della correlazione. Potremo dunque assumere che dato un certo livello di partenza, i depositi protetti aumenteranno in misura pari alla metà dell'aumento del prodotto interno lordo. Detto in altri termini se il PIL aumenta di 1 Euro, l'aumento dei depositi protetti sarà di 54 centesimi. Questo significa che il tasso di crescita dei depositi protetti è approssimativamente la metà del tasso di crescita del PIL. Ora, sulla base di queste considerazioni, l'autore del saggio mostra che l'entità del Fondo andrà rivista a seconda dei diversi scenari di crescita macroeconomica, in media registrata nell'arco del periodo transitorio. La tabella riportata sotto indica quindi una stima delle diverse entità stimate del Fondo, in ragione delle aspettative sul livello medio di crescita del PIL nel periodo transitorio di otto anni, comprensivo anche della capitalizzazione delle risorse anno per anno raccolte ed investite in impieghi sicuri, con un rendimento medio atteso dell'ordine massimo del 2 - 3% annuo⁴⁶⁰.

⁴⁵⁷ Si presti particolare attenzione ai termini. Si parla qui di correlazione, non già di causazione propria ed in senso stretto. Non si vuole infatti discutere su quali siano le cause della variazione del livello dei depositi protetti, ma semplicemente mostrare che statisticamente al prodursi di una variazione del PIL, si registra contestualmente una variazione in una certa misura anche del livello dei depositi protetti. Così se osserveremo una crescita nel PIL sarà ragionevole attendersi anche una variazione sui depositi. Peraltro tale correlazione si presta ad essere intesa anche a livello intuitivo. Se infatti aumenta il livello generale di ricchezza è verosimile immaginare che gli individui si rechino a depositare, accrescendo depositi già esistenti o aprendone di nuovi.

⁴⁵⁸ Prodotto Interno Lordo (PIL) - *Gross Domestic Product (GDP)*.

⁴⁵⁹ Potrebbe infatti sorgere il dubbio che di fronte ad una correlazione così piena, sia stata in realtà omessa qualche variabile rilevante. In effetti si tratta di un modello che forse eccede per semplicità, ma che riteniamo comunque utile ai fini del ragionamento che vogliamo trarre. A chi volesse invece avere contezza di una modellistica più raffinata, con ampio utilizzo di dati panel, si consiglierebbe la lettura di Lucchetti R. et Papi L. et Zazzaro A., 2001, *Efficienza del sistema bancario e crescita economica nelle regioni italiane*, capitolo contenuto in Alessandrini P., a cura di, *Il sistema finanziario italiano tra globalizzazione e localismo*, il Mulino, Bologna, pp. 115 - 146.

⁴⁶⁰ Si tratta del rendimento che può derivare dagli investimenti considerati sicuri. Cfr. Regolamento UE n. 806/2014, Art. 75, p. 1: « Il Comitato possiede una strategia di investimento prudente e

STIMA DEL FONDO IN RAGIONE DELLA CRESCITA DEL PIL	<u>Scenario 1:</u> 0% Crescita Media PIL	<u>Scenario 2:</u> 1% Crescita Media PIL	<u>Scenario 3:</u> 2% Crescita Media PIL	<u>Scenario 4:</u> 3% Crescita Media PIL
Entità del Fondo (Milioni di €)	54.529 ⁴⁶¹	59.158	64.120	69.434

Fonte: Rielaborazione nostra da Tóth J., 2016, op. cit.

Se noi consideriamo il dato per il 2015⁴⁶², anno precedente all'entrata in vigore del SRM e all'avvio del finanziamento del fondo, la crescita del PIL reale nei Paesi dell'Eurozona si è attestata intorno al 2,0%, mentre per il primo anno del SRM il valore è stato invece stimato nell' 1,7%. Nondimeno poiché oggetto del nostro interesse è un valore medio su otto anni, a contrappeso di questi dati positivi giova tenere a mente che da inizio 2012 fino al terzo trimestre del 2013 la crescita è stata di segno negativo (recessione), cosicché non si può che attestarsi sulla linea di prudenza della Commissione anche per gli anni a venire, al più spingendosi ad ipotizzare che la media possa, in assenza di shock esogeni, attestarsi fra in un intorno dell'1,5%.

Non sarebbe quindi di conseguenza errato supporre che il Fondo possa essere in definitiva capitalizzato fino a circa 60 miliardi di Euro, fatto salvo il medesimo obiettivo di copertura dell'1% dei depositi protetti. Per contro soltanto di ipotesi si tratta, sicché non pare opportuno più a lungo trattenersi sul tema della contribuzione *ex ante* sotto il profilo dell'ammontare delle risorse del Fondo.

Interessante può essere invece considerare come tali risorse possano essere impiegate. A questo fine l'Accordo Interovernativo mette in piedi un sistema a

sicura, quale stabilita negli atti delegati adottati a norma del paragrafo 4 del presente articolo, e investe gli importi detenuti nel Fondo in obbligazioni degli Stati membri oppure di organizzazioni intergovernative, o in attività altamente liquide di elevato merito creditizio».

⁴⁶¹ In effetti già nel 2014 la Commissione rivedeva le stime sull'entità del fondo, innalzandone il volume ad una cifra di circa 55 miliardi di Euro, corrispondente ad un valore di crescita del PIL compreso fra lo 0 e l'1%, (che se fosse in media su otto anni sembrerebbe un'ipotesi che comunque peccherebbe di eccessiva prudenza). Cfr. Commissione Europea, 2014, *Statement - Finalising the Banking Union: European Parliament backs Commission's proposals (Single Resolution Mechanism, Bank Recovery and Resolution Directive, and Deposit Guarantee Schemes Directive)*, Bruxelles, 15 Aprile.

⁴⁶² Cfr. Eurostat, 2017, *Real GDP growth rate - volume*, tavola reperibile al link «<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00115&plugin=1>».

compartimentazione, originariamente inedito nella lettera del regolamento, ma che costituisce la nota qualificante della disciplina ulteriore dettata dall'accordo in oggetto. Durante il periodo transitorio di otto anni, la compartimentazione⁴⁶³ del Fondo serve ad evitare che qualunque delle parti coinvolte diventi un contribuente netto a beneficio di controparti in sistemi finanziari meno solidi. La strategia si inserisce dunque in un complessivo quadro di consolidamento del rischio all'interno del settore bancario di tutta l'Eurozona, che permetterebbe così di portare allo spirare del termine considerato ad una piena mutualizzazione della copertura fra tutti i sistemi di tutti gli Stati partecipanti. Il sistema a compartimenti prevede che per ciascun Paese durante il periodo transitorio sia espressa una quota corrispondente ai contributi versati nel Fondo. In caso di crisi di un ente (o di un gruppo) i costi sono in prima battuta sostenuti dal comparto della parte contraente (o dai comparti delle parti contraenti), in ragione della «nazionalità» del soggetto sottoposto a risoluzione. Si prevede inoltre che qualora le risorse all'interno del comparto nazionale non siano sufficienti, allora (e soltanto allora) si possa accedere alle risorse degli altri comparti. Per semplicità si può ragionare nel modo seguente. Ogni Paese anno per anno porta alcune risorse al Fondo, corrispondenti ai contributi raccolti dal proprio sistema. Si può quindi immaginare che ogni Stato abbia come una sua «fetta» del Fondo. Se ci limitassimo a questo tuttavia non vi sarebbe utilità alcuna nella costituzione del Fondo, dal momento che si tratterebbe unicamente di un deposito centralizzato, con maggiori costi procedurali, dovuti all'implementazione di un meccanismo di questo tipo. No, la novità del Fondo consiste - come dicevamo - nella progressiva mutualizzazione del compartimento. In altre parole ogni Stato dovrà dividere la propria fetta in due: una parte per sé e una parte a beneficio di tutti gli altri o, per meglio dire, utilizzabile da chiunque abbia «fame» di risorse per la risoluzione. Poi è chiaro che vi saranno Paesi che vuoi per aver già «sfamato» i propri sistemi con pesanti *bail-out* o vuoi semplicemente per una tradizione di maggiore stabilità finanziaria, si presentino al fondo con minore appetito e altri invece che per via degli alti rischi in casa propria, al medesimo consesso addivengano decisamente più «voraci». Il nodo chiave dei comparti è stato pertanto quello di capire in che misura ciascuna fetta si dovesse ripartire - quanto per me e quanto per tutti (me incluso in caso di

⁴⁶³ IGA, Art. 4, «Compartments» e ss.

bisogno). A questo scopo provvede l'Accordo Intergovernativo, che prevede che il primo anno ogni Stato possa accedere completamente alla propria quota versata e al limite domandare risorse da altri compartimenti, per il secondo anno è invece previsto che vi sia una quota riservata al Paese largitore di quel comparto pari al 60%, che scende nel terzo anno al 40%, per poi ridursi fino al termine del periodo transitorio anno per anno del 6,75%⁴⁶⁴. L'accesso alle risorse degli altri comparti procede invece in senso contrario, secondo un meccanismo incrementale. Ciascun comparto sarà infatti accessibile da parte degli altri Paesi per una quota del 40% il primo anno e del 60% il secondo, per poi aumentare in una percentuale annua anche in questo caso del 6,75%⁴⁶⁵.

Due considerazioni sono a questo proposito necessarie. In primo luogo è facile notare come all'interno di un singolo comparto anno per anno la somma delle risorse attingibili e di quelle prestabili non sia pari al 100%, ma sia superiore. Nel primo anno ad esempio un certo Stato può attingere fino al 100% del proprio comparto, ma al tempo stesso il proprio comparto può essere utilizzato dagli altri Paesi fino al 40%, da cui la somma ipotetica del 140. Così nel secondo anno 60% e 60% renderebbero un valore del 120. Questo significa che, differentemente dalla metafora rozza utilizzata poco dianzi, non si tratta esattamente di dividere una fetta di torta fra due parti, ancorché l'ammontare di ogni comparto anno per anno sia fisso. Questo significa che la metafora della fetta da dividere non sia tanto da applicare alla previsione dell'accordo (che non si spingono a dire quanto del comparto effettivamente spetterà all'uno o all'altro Stato), quanto alle soluzioni delle infinite combinazioni fra percentuali di accesso al proprio comparto e di accesso ai comparti altrui che potranno prodursi nella realtà (con l'aggiunta auspicabile che non debba esser sempre necessario utilizzare tutte le risorse del Fondo). L'operazione dal canto suo è agevolata dal fatto per cui l'accordo intergovernativo - e in questo caso la scelta va salutata con relativo favore - ha scelto di non irrigidire eccessivamente la ripartizione fra i comparti, in modo tale da permettere tempo per tempo, dati comunque certi vincoli di massima, l'impiego di risorse più efficiente possibile.

⁴⁶⁴ IGA, Art. 5, «Functioning of the compartments», p. 1, lett. a) e b).

⁴⁶⁵ *ivi*, lett. b), ultima parte.

La seconda osservazione è quella per cui il ragionamento è condotto in percentuali; non bisogna tuttavia perdere di vista il fatto che si tratta di percentuali che anno per anno si calcolano su una base sempre più ampia, dal momento che il Fondo proprio per via della contribuzione *ex ante* aumenta nel tempo per volume. Per avere un impatto immediatamente tangibile di quello di cui stiamo discutendo, può essere utile la visione dell'infografica predisposta dal Consiglio dell'Unione Europea, che riassume quanto è stato succintamente esposto sopra (p. successiva).

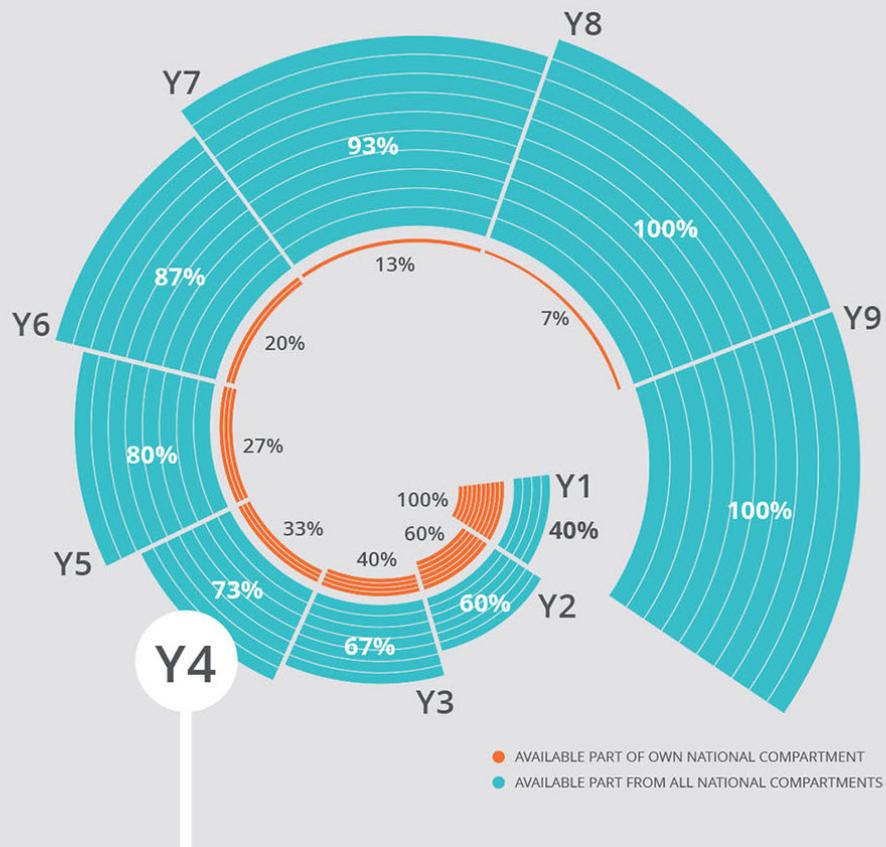
Un'ultima battuta di passaggio va riservata alla contribuzione *ex post*, che avevamo dianzi lasciato da parte per occuparci del finanziamento preventivo. Nel caso in cui le risorse a ciascuno spettanti dalla struttura del Fondo sopra delineata, è possibile fare ricorso a contributi ulteriori⁴⁶⁶, i quali verranno raccolti secondo modalità speculari ai contributi *ex ante*, con una parte fissa ed una variabile in base al grado di rischio. Anche rispetto alla contribuzione *ex post* tuttavia tanto il Regolamento quanto l'Accordo Intergovernativo hanno previsto una clausola di flessibilità, che permette al Fondo di contrarre prestiti o di trasferire fondi in via temporanea dai diversi fondi nazionali. La preoccupazione è quella che nel frangente di una risoluzione, soprattutto se nelle circostanze di una crisi sistemica, il sistema bancario di un determinato Paese non sia in grado di raccogliere ulteriori contributi. Se infatti non è solo un ente o un gruppo di rilevanza sistemica, ma sono molti ad essere in dissesto - o comunque ad attraversare un periodo poco sereno sotto il profilo della gestione - difficilmente potrà essere richiesta un'ulteriore contribuzione, senza aggravare ulteriormente la situazione economica dei soggetti in questione. Una raccolta di questo tipo infatti provocherebbe gravi effetti prociclici, sicché si può argomentare che in questo risieda il motivo principale della preferenza accordata dal SRM alla contribuzione preventiva⁴⁶⁷.

⁴⁶⁶ Cfr. Regolamento UE n. 806/2014, Art. 71; IGA, Art. 5, «Functioning of the compartments», p. 1, lett. d).

⁴⁶⁷ Sul punto è chiaro il Considerando 104) del Regolamento istitutivo del SRM, che così recita: «Al fine di costituire una massa critica ed evitare gli effetti prociclici che si verificherebbero se, in una crisi sistemica, il Fondo dovesse basarsi solo sui contributi *ex post*, è indispensabile che le risorse finanziarie messe ex ante a disposizione del Fondo siano di importo almeno pari ad un determinato livello-obiettivo». Peraltro la stessa contribuzione *ex ante* potrebbe sortire effetti prociclici. Di questo fattore anche il Regolamento tiene conto all'Art. 69, p. 4, secondo periodo nell'affermare che «Quando si fissano i contributi annuali nel contesto del presente paragrafo la contribuzione regolare tiene debitamente conto della fase del ciclo economico e dell'impatto che possono avere i contributi prociclici».

Single resolution fund: construction over 8 years

Available funds for initial steps in bank resolution



Use of the resolution fund - 4 steps

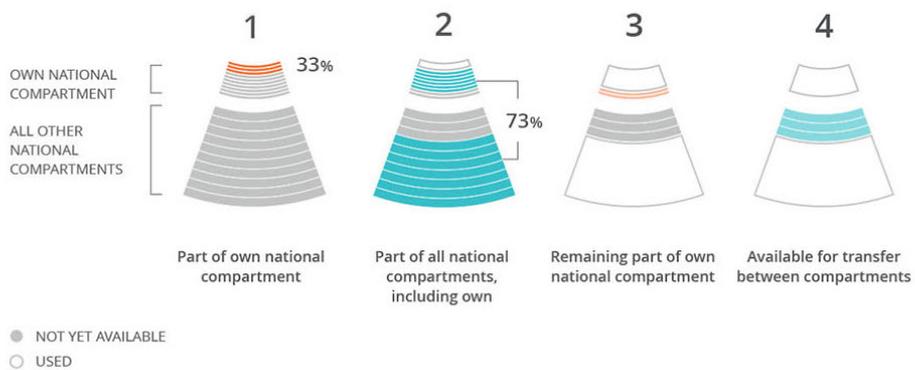


Figura 5: La compartimentazione all'interno del periodo transitorio del Fondo, Fonte: Consiglio dell'Unione Europea, riproduzione consentita.

I contributi *ex post* debbono pertanto essere intesi come uno strumento residuale, ancorato alle necessità particolare che tempo per tempo dovessero farsi spazio. Per limitare i comunque possibili effetti depressivi sul sistema bancario, i contributi *ex post* sono limitati dal Regolamento istitutivo del Meccanismo Unico di Risoluzione alla soglia massima del triplo dell'importo dovuto *ex ante* nell'anno di riferimento⁴⁶⁸.

Non è tuttavia da escludere - come dicevamo - che nel prospettarsi di una congiuntura di crisi, sia impossibile raccogliere detti contributi *ex post*. In questo caso, se non fosse possibile ricorrere a mezzi di finanziamento alternativo, la risoluzione rischierebbe di restare sprovvista delle risorse necessarie. A tal fine sono stati pertanto previsti i trasferimenti temporanei fra i comparti e l'accensione di prestiti. Per vero in ordine di priorità, è necessario tentare di reperire finanziamenti alternativi, prima di poter chiedere una deroga rispetto alla divisione in comparti prevista per il periodo transitorio⁴⁶⁹. Si tratta in questo caso di prestiti raccolti sul mercato da parte del Comitato alle condizioni migliori possibili, il cui onere sarà registrato nelle poste del bilancio del Comitato stesso. Qualora si verifichi tale circostanza, al Comitato è indirettamente conferito un mandato per il raggiungimento dell'efficienza, che dovrà appunto conseguirsi, attraverso le competenze e l'autorevolezza dell'organo⁴⁷⁰, attraverso il ricorso al settore privato. Dipenderà dunque in misura massima dalle capacità dei membri del Comitato attivare quei meccanismi di *moral suasion*, che in assenza di vincoli più stringenti convincano gli operatori non tanto ad erogare il prestito (difficilmente si potrebbe ravvisare un rischio di credito in un finanziamento a

⁴⁶⁸ Cfr. Regolamento UE m. 806/2014, Art. 71, p. 1, c. 2.

⁴⁶⁹ Tale ordine è fissato dal Regolamento UE m. 806/2014, all'Art. 72, p. 1, e specificamente dal primo periodo in combinato disposto con la lettera c): «Il Comitato decide di chiedere prestiti volontari per il Fondo ai meccanismi di finanziamento della risoluzione degli Stati membri non partecipanti nel caso in cui: [...] c) i mezzi di finanziamento alternativi previsti dall'articolo 73 non sono accessibili immediatamente a condizioni ragionevoli».

⁴⁷⁰ Il mandato dell'efficienza è desumibile dalla prima parte del p. 1 dell'Art. 73 del Regolamento istitutivo del SRM, il quale utilizza termini che più che appartenere all'usitato linguaggio giuridico, sembrano fuoriuscite da un saggio di analisi delle politiche sulle autorità indipendenti, in cui emerge il fattore centrale della «reputazione», in tempi risalenti già indicata tanto dalla dottrina quanto dalle scuole di *policy* come il fattore decisivo nel successo di un'autorità indipendente (Cfr. Majone G. et La Spina A., 2000, *Lo Stato Regolatore, op. cit.*): «Il Comitato può contrarre per il Fondo prestiti o altre forme di sostegno presso gli enti, gli enti finanziari o altri terzi che offrono condizioni finanziarie migliori al momento più opportuno in modo da rendere ottimale il costo del finanziamento e mantenere la sua reputazione».

favore del Comitato Unico di Risoluzione), quanto nell'ottenerlo alle condizioni migliori.

Nonostante ciò, quand'anche questa via per le più diverse ragioni non sia praticabile, il Comitato potrebbe ancora destreggiarsi con le risorse dei meccanismi nazionali di finanziamento della risoluzione, chiedendo un prestito a questi ultimi⁴⁷¹. Va detto che tale previsione, benché di una certa possibile utilità nei primi anni del periodo transitorio, con il progredire dei tempi difficilmente potrebbe avere eccessiva rilevanza, dal momento che con il progressivo trasferimento di sempre maggiori risorse al Fondo Unico, i meccanismi di finanziamento nazionali non saranno certo «fortini d'oro», disposti volentieri ad esporsi nei confronti del fondo. Più interessante può tuttavia essere la possibilità per il Comitato di richiedere questi finanziamenti anche ai meccanismi dei Paesi che non partecipano al Meccanismo Unico di Risoluzione⁴⁷², inoltrando una richiesta ai sensi dell'Art. 106 della Direttiva 2014/59/UE, che riguarda proprio i meccanismi di prestito fra i diversi meccanismi di risoluzione nazionali. Si deve tuttavia rilevare che a fronte della probabile uscita del Regno Unito dall'Unione Europea, l'efficacia di questa modalità di finanziamento verrebbe consistentemente ridimensionata. Il medesimo studio empirico⁴⁷³, già dianzi citato, mostrava con valori di stima, dietro l'ipotesi di costanza del livello dei depositi protetti⁴⁷⁴, come fra i Paesi Europei al di fuori della moneta unica, il fondo più capitalizzato all'indomani dell'entrata a regime del Fondo Unico dopo il periodo transitorio, sarebbe stato proprio quello del Regno Unito.

⁴⁷¹ Cfr. Regolamento UE m. 806/2014, Art. 72.

⁴⁷² Cfr. Regolamento UE m. 806/2014, Art. 72, p. 3. Non si deve dimenticare che il regolamento in quanto tale è un atto dell'Unione, sicché dietro il beneplacito delle controparti è stato possibile anche inserire una previsione di questo tipo. La direttiva BRRD peraltro faceva menzione ad entrambi gli strumenti ulteriori a prescindere dall'istituzione del SRM, coinvolgendo in previsioni analoghe a quelle per il Fondo Unico tutti i fondi nazionali. Può forse questo essere un esempio di quello che dicevamo essere il comune terreno normativo di armonizzazione, sul quale sono state gettate le fondamenta per il Meccanismo Unico.

⁴⁷³ Toth J., 2016, *The Banking Resolution Funds In The European Union*, op. cit., p. 37.

⁴⁷⁴ Coerente dunque con l'impostazione della Commissione. Si riporta di passaggio che per i Paesi in questione la correlazione fra livello dei depositi protetti e prodotto interno lordo è stata stimata nella seguente relazione: $\hat{C} = -57.832,4 + 0,6112 \text{ GDP}$; $R^2 = 0,95$.

STIMA DEI FONDI NAZIONALI NON EURO A DEPOSITI COSTANTI - ANNO 2024								
PAESE	UK	SE	DK	PL	CZ	HU	RO	BG
Entità del Fondo (Milioni di € 2014)	12.188	1.409	1.055	1.032	653	303	274	184
Peso percentuale del fondo sul totale	71,3	8,2	6,2	6,0	3,8	1,8	1,6	1,1

Fonte: Dati Toth, 2016, Rielaborazione e percentuali nostre

Come si potrà evincere a colpo d'occhio dal grafico a torta riportato sotto, sulla totalità delle risorse che al tasso di cambio corrente nel 2014 si stimava avrebbero avuto i fondi nazionali nel 2024, il fondo del Regno Unito da solo raggiungeva la quota del 71%, seguito da Danimarca e Svezia, su percentuali tuttavia nettamente inferiori.

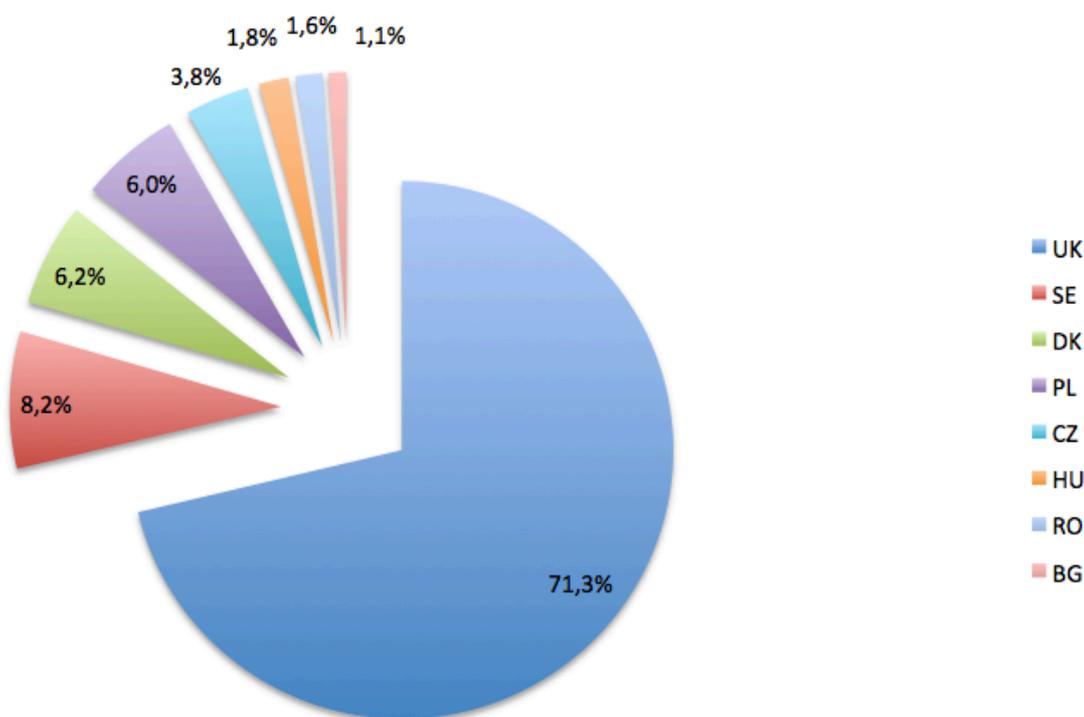


Figura 6: Peso dei fondi di risoluzione extra-Euro sul totale delle risorse attese, Dati: Toth, 2016; percentuali ed elaborazioni grafiche nostre.

Si noterà facilmente come, se nei negoziati sull'uscita dall'Unione Europea il Regno Unito vorrà fare marcia indietro, l'insieme dei fondi di risoluzione fuori dall'Euro verrà depauperato della sua voce più grande un quarto dell'intero Fondo Unico. Si tenga a mente che il ricorso a misure del genere, già di per sé sarebbe sintomo della gravità della situazione. Per arrivare a chiedere un trasferimento da parte di altri fondi di risoluzione, sarebbe infatti necessario un dissesto tale da non poter essere colmato né con il previo *bail-in* nella misura dell'8% del totale (per il caso

che abbiamo detto essere tipico dell'intervento del fondo), né con il successivo intervento del Fondo e soprattutto che per via dell'alto rischio di prociclicità non sia possibile raccogliere contributi *ex post* (già di per sé fattore questo che si verificherebbe in presenza di una crisi sistemica) o che addirittura tali contributi ancora non siano sufficienti⁴⁷⁵. Perché queste ipotesi siano soddisfatte, dovrebbero essere almeno integrati tre presupposti: che la crisi sia sistemica e legata ad una fase negativa del ciclo economico, che l'ente (o il gruppo) posto in risoluzione sia (decisamente) significativo e che il dissesto sia particolarmente grave. Al di là delle considerazioni sulla probabilità congiunta di queste tre condizioni, immaginiamo che il «cigno nero»⁴⁷⁶ si produca effettivamente. Potrebbe per esempio essere il caso della risoluzione di una delle prime due banche tedesche - *Deutsche Bank* o *Commerzbank*. In un'eventualità del genere, a chi parrebbe realistico che un fondo - diciamo quello rumeno da 180 - 190 milioni - possa trasferire risorse al Fondo Unico di Risoluzione, per un gruppo il cui bail-in dell'8% peserebbe da solo su un passivo di circa 1.629⁴⁷⁷ miliardi di €, per 130.000 milioni, ovvero circa settecento volte tanto? Peraltro se una crisi sistemica coinvolgesse i sistemi bancari di tutta Europa, difficilmente il fondo rumeno predetto non avrebbe da adoperarsi a casa propria⁴⁷⁸.

Questo ci condurrebbe ad aprire il grande vaso di Pandora della attuale mancanza, nell'architettura complessiva dell'Unione Bancaria, di un efficace sistema di *backstop* pubblico, che possa assicurare la tenuta del sistema anche di fronte ad

⁴⁷⁵ A questi interventi andrebbe poi aggiunto il contributo dei fondi di garanzia dei depositi ai sensi dell'Art. 109 della Direttiva 2014/59/UE.

⁴⁷⁶ L'espressione «cigno nero», nata con riferimento alla crisi dei mutui *subprime* indica oggi per estensione un qualsiasi evento a bassissima probabilità, ma dall'impatto atteso di proporzioni ingenti. Il suo uso, ormai invalso anche nel linguaggio accademico, si deve all'opera divulgativa Taleb N.N., 2007, *The Black Swan*, Random House, New York.

⁴⁷⁷ Cfr. Deutsche Bank, 2016, *Financial Position*, Annual Report 2015, p. 64.

⁴⁷⁸ Giova ricordare che nel 2016, anno di relativa stabilità, ben il 25% delle banche rumene ha «registrato perdite per un importo cumulato di 450,4 milioni di lei (circa 100 milioni di euro)», (ITA - Italian Trade Agency, ICE, agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane, 2017, *Romania*, in *Panorama Internazionale*, 27 Febbraio) a fronte di un utile complessivo del sistema stimato nell'ordine del miliardo di euro. Si tratta quindi di un sistema con alcuni istituti in testa altamente performanti ma una coda per vero piuttosto lunga di istituti meno capitalizzati e al tempo stesso meno redditivi. Al di là del fatto che per molti di questi difficilmente sarebbe ravvisabile un interesse pubblico, se non su base strettamente nazionale, in ogni caso al dilagare di una crisi sistemica le sperequazioni interne fra questi enti verrebbero a galla, impedendo quindi al fondo rumeno di destinare risorse oltre confine.

uno scenario particolarmente grave (*rectius*: apocalittico). Tale questione tuttavia meriterebbe un'analisi mirata, che certamente esula dagli intenti di questo capitolo, che voleva limitarsi semplicemente a mettere in luce il sostrato sul quale si trova ad agire il meccanismo del bail-in.

III. ANALISI DEL BAIL-IN

III.1. CHE COS'È IL BAIL-IN E COME FUNZIONA, III.1.a. La (ri)nascita della Fenice, III.1.b. Gli obiettivi del bail-in, III.1.c. Il funzionamento del salvataggio interno, III.1.d. Le esenzioni, III.1.e. Ricordarsi di Esopo: il requisito minimo di passività ammissibili; III.2. CRITICITÀ DI FORMULAZIONE, III.2.a. La sentinella cieca: difficoltà nell'azione di monitoraggio da parte dei creditori, III.2.b. Il futuro braccio destro della MiFID 2 e i suoi rapporti con il requisito minimo di passività ammissibili, III.2.c. Questione di priorità: il difficile coordinamento fra stabilità finanziaria, lotta all'azzardo morale e salvaguardia delle finanze pubbliche, III.2.c.1. Il salvataggio interno fa salva la fiscalità generale?, III.2.c.2. Solo il bail-in è in grado di limitare l'azzardo morale?, III.2.c.3. Restare con i piedi per terra: considerazioni conclusive sugli obiettivi del salvataggio interno; III.3. IL RUOLO DEGLI OPERATORI, III.3.a. La duplice dimensione della tempistica, III.3.b. La comprensione delle regole da parte degli operatori, III.3.b.1. Dove guardare?, III.3.b.2. La risposta di Pampurini e Banfi, insieme alla nostra, III.3.b.3. Cosa rimane sullo sfondo

III.1. CHE COS'È IL BAIL-IN E COME FUNZIONA

III.1.a. La (ri)nascita della Fenice

Nella più generale possibile delle definizioni il *bail-in* - termine che tradotto alla lettera⁴⁷⁹ significa semplicemente «salvataggio interno» - può essere considerato come uno strumento di contrasto alla crisi bancaria, fondato sul coinvolgimento

⁴⁷⁹ Il verbo frasale *to bail out*, da cui poi per contrapposizione *bail in*, apparteneva in origine ad un registro informale, afferente peraltro alla sola area americana. Nel Regno Unito, con pari connotazione colloquiale, si sarebbe usata invece la forma di *bale out*. In ogni caso, nonostante la sua dimessa origine, l'espressione è ormai assurta nel linguaggio specialistico come termine tecnico preciso ed insostituibile. Alla sua progressiva istituzionalizzazione ha contribuito il suo reiterato uso anche nei documenti delle reti di regolatori prima e in veri e propri atti giuridici poi. Interessante è rilevare come in ambiente continentale difficilmente un legislatore avrebbe utilizzato parole appartenenti ad un registro non eccessivamente elevato; tuttavia a indice della sempre maggiore europeizzazione delle politiche nazionali (e quindi a maggior ragione del diritto che le presuppone) gran parte dei diritti interni (compreso quello tedesco) hanno fatto uso dell'espressione *bail-in*; i Francesi, da sempre restii per vocazione ad ammettere prestiti linguistici, hanno preferito invece utilizzare nella normativa di attuazione (vd. Ordonnance n. 2015-1024 du 20 août 2015 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière financière) la versione in lingua patria di «renflouement interne». Per quanto riguarda il presente lavoro, come il lettore avrà già potuto notare, utilizziamo indistintamente *bail-in* o salvataggio interno, senza propendere in favore dell'una o dell'altra espressione.

del settore privato. Benché sia in tempi recenti sia divenuto tema all'ordine del giorno, a seguito della Direttiva BRRD, ampiamente indagata nel capitolo precedente, e soprattutto del Meccanismo Unico di Risoluzione, in realtà le sue origini sono un poco più risalenti, giacché la letteratura specialistica ha cominciato ad occuparsene molto tempo prima. Non si è trattato quindi di introdurre *ex abrupto* uno strumento completamente nuovo, quanto di recepire orientamenti ormai consolidati in materia di risoluzione.

In particolare di coinvolgimento del settore privato nelle crisi bancarie - o nella terminologia anglosassone più frequente di «private sector involvement in crisis resolution» (sovente abbreviata come PSI⁴⁸⁰) - si cominciò a parlare nel contesto delle crisi finanziarie degli Anni Novanta⁴⁸¹ del secolo scorso, quando l'obiettivo era quello di passare dalla rinegoziazione dell'attivo, strategia chiave dell'uscita dalle crisi della decade precedente, alla svalutazione delle poste passive⁴⁸². La

⁴⁸⁰ Oggi invece l'acronimo PSI sta lentamente cadendo in disuso, dal momento che a fronte della massiccia evoluzione della riflessione sul tema si tende a non parlare più in senso generico di coinvolgimento del settore privato, ma si predilige la specificazione volta per volta dello strumento utilizzato. Per avere contezza della maniera ancora indefinita, sebbene con chiara impronta analitica ed ampio utilizzo di dati empirici, con cui si muovevano i lavori più datati sul salvataggio interno si vd. ad esempio Cline W., 2002, *Private sector involvement in financial crisis resolution: definition, measurement, and implementation*, Center for Global Development, Working Paper, n. 18.

⁴⁸¹ Per una buona descrizione delle crisi cui si fa riferimento, si rimanda a Moschella M., 2013, *Governare la Finanza Globale. Istituzioni, Processi Decisionali e Politiche Pubbliche*, Il Mulino, Bologna. Tarati invece su singoli casi sono, senza pretesa alcuna di esaustività e con diverse prospettive, Chan-Lau J.A. et Chen Z., 1998, *Financial Crisis and Credit Crunch as a Result of Inefficient Financial Intermediation - with Reference to the Asian Financial Crisis*, Fondo Monetario Internazionale, Working Paper n. 127, Anno 1998; Corsetti G. et Pesenti P. et Roubini N., 1998, *What caused the Asian currency and financial crisis? Part I: A macroeconomic overview*, National Bureau of Economic Research, Working Paper n. W6833; Goldstein M., 1998, *The Asian financial crisis*, Peterson Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics, n. 55, Giugno 1998; Honkapohja S. et Koskela E., 1999, *The economic crisis of the 1990s in Finland*, articolo apparso su «Economic Policy», Vol. 14, n. 29, pp. 400 - 436; Radelet S. et Sachs J., 1999, *What have we learned, so far, from the Asian financial crisis?*, Harvard Institute for International Development, paper conclusivo del progetto «Next Steps in the Asian Financial Crisis», finanziato dalla U.S. Agency for International Development; Haggard S., 2000, *The political economy of the Asian financial crisis*, Peterson Institute for International Economics, Washington; Pastor M.G.C. et Damjanovic M.T., 2001, *The Russian financial crisis and its consequences for Central Asia*, Fondo Monetario Internazionale, Working Paper n. 2001/169; Cutler D.M. et Knaul F. et Lozano R. et Méndez O. et Zurita B., 2002, *Financial crisis, health outcomes and ageing: Mexico in the 1980s and 1990s*, articolo apparso su «Journal of Public Economics», Vol. 84, n. 2, pp. 279 - 303; Hoshi T. et Kashyap, A.K., 2004, *Japan's financial crisis and economic stagnation*, articolo apparso su «The Journal of Economic Perspectives», Vol. 18, n. 1, pp. 3 - 26; Prasad E. et Rogoff K. et Wei S.J. et Kose M.A., 2005, *Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence*, capitolo contenuto in Tseng W. et Cowen D., a cura di, *India's and China's Recent Experience with Reform and Growth*, Palgrave Macmillan, Londra, pp. 201-228.

⁴⁸² Cfr. Roubini N., 2000, *Bail-In, Burden-Sharing, Private Sector Involvement (PSI) in Crisis Resolution and Constructive Engagement of the Private Sector, A Primer: Evolving Definitions, Doctrine, Practice and Case Law*, National Bureau of Economic Research, Working Paper, Settembre:

necessità di un coinvolgimento del settore privato emerse quindi nei lavori del forum del G22, come istanza collaterale all'obiettivo primo di consolidamento dell'architettura finanziaria internazionale⁴⁸³. La posizione del coinvolgimento privato ebbe poi una sua prima risistemazione nella «dottrina ufficiale» elaborata dal G7 in preparazione della riunione di Köln⁴⁸⁴, per poi essere consacrata all'interno delle *Linee Guida Operative*⁴⁸⁵ rilasciate dalla seconda riunione dei Ministri delle Finanze e dei Governatori delle Banche Centrali del G7 nell'Aprile del 2000.

La grande differenza di questi lavori rispetto al *bail-in* per come viene inteso oggi, è quella per cui l'attenzione prima era tutta rivolta alle crisi del debito sovrano in prospettiva di integrazione internazionale⁴⁸⁶, più che alle banche di per se stesse, le quali diventavano tuttavia parte del problema nella misura in cui fossero particolarmente esposte nei confronti dei Paesi più a rischio. Peraltro benché l'idea circolasse nell'aria e nonostante la presenza delle suddette linee guida operative - che invero si limitavano piuttosto a formulare indicazioni di principio, raccomandando per esempio un buon bilanciamento fra creditori privati ed istituzionali nella ricapitalizzazione - si era in realtà ancora decisamente lontani dallo schema che emerge dalla Direttiva BRRD.

Complice forse il circolo vizioso fra debito privato e finanze pubbliche, di cui abbiamo già abbondantemente discusso, ecco che l'idea del salvataggio interno viene tirata fuori dal cassetto della *soft law* di annata, per essere rispolverata ed

«While in the 1980s the challenge was to restructure and reschedule the loans of a limited set of commercial banks, the challenge in the 1990s has become the one of rescheduling and restructuring bonded instruments (as well as cross border short term interbank loans)».

⁴⁸³ Può essere interessante la lettura di AA.VV., 1998, *Report on the Working Group on strengthening financial systems*, Fondo Monetario Internazionale, 5 Ottobre. Il documento contiene le relazioni dei Ministri che sarebbero state discusse nella contestuale riunione del G22. All'interno si trova anche un contributo di Mario Draghi, allora in veste di Direttore Generale del Tesoro.

⁴⁸⁴ Per approfondimenti vd. Feldstein M., a cura di, 2003, *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*, The University of Chicago Press, Chicago, in particolare pp. 194 e ss.

⁴⁸⁵ AA.VV., 2000, *Private Sector Involvement in Crisis Prevention and Resolution: Operational Guidelines*, Allegato II, Statement of G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors, Washington, 16 Aprile 2000. In questo documento si rinviene soprattutto l'invito alla previsione di clausole di *class action* in caso di inadempienza sui titoli di debito, che avrebbe effettivamente condizionato negli anni seguenti le azioni effettivamente intraprese dai creditori con riguardo ai casi di insolvenza sovrana.

⁴⁸⁶ Un esempio dell'utilizzo del termine *bail-in* secondo questo significato è quello che ci rinviene in Eichengreen B. et Ruehl C., 2001, *The bail-in problem: systematic goals, ad hoc means*, articolo pubblicato in «Economic Systems», Vol. 25, n. 1, pp. 3 - 32.

opportunamente rimodernata per il nuovo contesto, dove le crisi bancarie spaventavano molto di più di quanto non facessero appena pochi anni prima le insolvenze di Paesi dal bilancio tutto sommato contenuto. Basti pensare che a fine 2016 tutto il debito pubblico esterno dell'Argentina ammontava a 4.039 miliardi di Peso⁴⁸⁷, equivalenti al tasso di cambio corrente⁴⁸⁸ a circa 248,30 miliardi di Euro, mentre alla chiusura del medesimo esercizio Deutsche Bank registrava⁴⁸⁹ alle poste passive del bilancio⁴⁹⁰ 1.525,73 miliardi di Euro; quantità questa grande circa sei volte il debito pubblico sopra riportato, il quale a propria volta è già così come si presenta oggi considerevolmente più alto rispetto agli anni in cui in Europa prendeva corpo la crisi del debito sovrano.

Ragionando a ritroso, si può quindi facilmente comprendere come mai all'inizio di questo decennio l'attenzione si sia spostata, complice anche la crisi sui mercati finanziari, dagli Stati sovrani agli intermediari creditizi. Le conseguenze dell'insolvenza di alcuni intermediari sistemici avrebbero infatti potuto essere sui risparmiatori ancora più severe che quelle derivanti dalla cessione del servizio del debito di Paesi di «modeste dimensioni» sotto il profilo finanziario. Di rimando per l'Area dell'Euro il problema era ancora più serio, poiché - come abbiamo ripetutamente ricordato - salvataggi pubblici di entità commisurata, fatte le debite proporzioni, al volume di bilancio degli intermediari sistemici, avrebbero automaticamente deteriorato i saldi di finanza pubblica, favorendo ulteriormente le già ampie scommesse sui mercati finanziari contro la tenuta di alcuni sistemi-Paese e di conseguenza aprendo la strada ad un rischio «auto-alimentantesi»⁴⁹¹ di attacchi speculativi ai danni della moneta unica.

⁴⁸⁷ Dati del Fondo Monetario internazionali, per come resi disponibili dall'Instituto Nacional de Estadística y Censos, e consultabili all'indirizzo di seguito immediatamente riportato «<http://www.mecon.gov.ar/progeco/dsbb.htm#financial>».

⁴⁸⁸ Va tenuto conto che ad inizio 2017 il Peso si è nuovamente svalutato rispetto all'Euro.

⁴⁸⁹ Il dato può essere univocamente reperito in Deutsche Bank, 2017, Annual Report 2016, *Consolidated Balance Sheet*, p. 271.

⁴⁹⁰ Tenga conto il lettore che le due grandezze sono diverse per natura. Sono state però equiparate per sostanza, dal momento che sono indicative - si immagini un *haircut* del debito o un *bail-in* delle passività dell'8% - delle perdite che potrebbero subire terzi creditori.

⁴⁹¹ L'espressione originale «self-fulfilling speculative attacks» è contenuta in Lane P.R., 2012, *The European sovereign debt crisis*, articolo apparso su «The Journal of Economic Perspectives», Vol. 26, n. 3, pp. 49-67, precisamente a pagina 60, che recita: «This risk can give rise to self-fulfilling speculative attacks: an increase in perceptions of default risk induces investors to demand higher yields, which in turn makes default more likely». Siamo dunque all'interno del paradigma di analisi

In quel clima il 28 di settembre del 2010 cominciò a profilarsi una soluzione diversa e alternativa rispetto ai salvataggi pubblici, che nel frangente degli anni di crisi da soluzione erano diventati parte integrante del problema. Sulle pagine di «The Economist», a firma di Wilson Ervin e Paul Calello, rispettivamente vicepresidente ed ex presidente dell'Investment Banking del gruppo Credit Suisse, comparve un articolo⁴⁹² in cui a posteriori si rifletteva sulla fine amara di *Lehman Brothers*: era nato il *bail-in*! Più precisamente dovrebbe dirsi che fosse «rinato» e dalle ceneri di un anche troppo presto dimenticato *bail-in* come forma di coinvolgimento estemporaneo del settore privato nel fronteggiare le crisi del debito, aveva indossato le nuove penne di precisa strategia da porre in essere, prima che sia troppo tardi, di fronte al dissesto bancario. I due autori infatti riandavano con la memoria a quel 15 Settembre che avrebbe cambiato la storia dei mercati finanziari⁴⁹³ e tentavano di dimostrare che il fallimento di *Lehman Brothers* fosse stato tutto fuorché inevitabile. Ervin e Calello tuttavia non si schierarono al fianco della nutrita pletora di coloro che accusavano i poteri

degli equilibri multipli, sul quale per ragioni di brevità non ci si può soffermare in questa sede. Per volesse farsi un'idea più compiuta, si rimanda tuttavia in materia economica agli ormai risalenti Evans G., 1985, *Expectational stability and the multiple equilibria problem in linear rational expectations models*, articolo pubblicato su «The Quarterly Journal of Economics», Vol. 100, n. 4, pp. 1217 - 1233; Benhabib J. et Schmitt-Grohé S. et Uribe M., 2001, *Monetary policy and multiple equilibria*, in «American Economic Review», pp. 167 - 186.

⁴⁹² Il riferimento è a Ervin W. et Calello P., 2010, *From bail-out to bail-in*, articolo apparso su «The Economist», n. 28 Gennaio 2010.

⁴⁹³ Possiamo in particolare distinguere fra due tipi di effetti, uno immediato ed uno differito. Nel primo tipo rientrano gli effetti sortiti sui mercati, normalmente molto rapidi a reagire ai mutamenti empirici. Fra questi va segnalato soprattutto l'immediato «ri-apprezzamento» del rischio. In proposito può essere interessante la lettura di una delle primissime interpretazioni a ridosso dei fatti richiamati, contenuta in Zingales L., 2008, *Causes and Effects of Lehman Brothers*, testimonianza resa al «Committee on Oversight and Government Reform», House of Representatives, 6 Ottobre, soprattutto p. 13 «Lehman's bankruptcy forced the market to reassess risk. As after a major flood people start to buy flood insurance, after the demise of Lehman the market started to worry about several risks previously overlooked». Fra gli effetti a lungo termine può invece essere utile mettere a fuoco, dal momento che riguarda a monte anche i presupposti rispetto alle innovazioni di cui discutiamo nel presente lavoro, il fatto per cui si sia evidenziata a partire dal 2008 una contrazione degli spazi lasciati all'autoregolazione, quand'anche non siano stati ridotti anche i margini di coregolazione. Si è infatti sempre più spesso ritenuto che una regolazione efficiente non sempre sia compatibile con gli interessi immediati degli operatori economici. *Ex multis* vd. Crotty J., 2009, *Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the «new financial architecture»*, articolo pubblicato su «Cambridge Journal of Economics», Vol. 33, n. 4, pp. 563 - 580; Enriques L., 2009, *Regulators' Response to the Current Crisis and the Upcoming Reregulation of Financial Markets: One Reluctant Regulator's View*, articolo apparso su «University of Pennsylvania Journal of International Law», Vol. 30, n. 4, pp. 1147 - 1155; Helleiner E., 2009, *Reregulation and fragmentation in international financial governance*, articolo contenuto in «Global Governance», Vol. 15, n. 1, pp. 16 - 22.

pubblici di essere stati a guardare il collasso di un gruppo che in fondo pareva essere «*not too big to save*»⁴⁹⁴; al contrario essi spostavano l'intervento pubblico in una posizione di secondo piano, asserendo che la cancellazione di una parte del capitale azionario, insieme alla conversione di un certo ammontare di titoli obbligazionari subordinati in azioni, avrebbe permesso al colosso di Wall Street di continuare ad operare e di evitare così il fallimento. Certo questa strategia avrebbe avuto dei costi, ma tali costi sarebbero stati sopportati volentieri (o magari a malincuore, ma comunque sopportati), poiché rimanevano preferibili, soprattutto per controparti molto esposte, ai lunghi tempi (tuttora non conclusi) per il rimborso dei crediti e all'assenza di certezza piena sull'entità rimborsabile all'esito della procedura fallimentare.

Si noti in particolare come il «tuorlo» del salvataggio interno fosse all'apparire del suddetto articolo già ben definito. Gli autori infatti da un lato parlavano di un ordine di sacrificio identico ma inverso rispetto all'ordinaria gerarchia concorsuale, lo stesso ordine di cui già abbiamo discusso nel capitolo precedente; dall'altro chiarivano che l'obiettivo primario della procedura da loro descritta fosse quello di permettere che il soggetto in crisi potesse continuare ad operare, ovvero - per mutuare il linguaggio a noi più familiare della BRRD - di garantire la «continuità delle funzioni essenziali»⁴⁹⁵. Non è facile stabilire se l'articolo dianzi menzionato abbia effettivamente «inventato» il salvataggio interno o se abbia piuttosto avuto il merito di catalizzare un'innovazione ormai nell'aria; resta il fatto che esso abbia contribuito enormemente a conferire allo strumento quella rilevanza mediatica tale da influenzare *l'agenda* politica, elevando ai primi posti la riforma della normativa in tema di crisi bancarie, e soprattutto di aver consegnato ai decisori un'opzione di *policy* che le loro stime, unite al rimpianto per aver abbandonato Lehman Brothers al suo destino, facevano apparire non solo praticabile, ma anche desiderabile. Di lì a pochi mesi, nel Luglio del 2010, sarebbe stato approvato il *Dodd Frank Act*, il cui Titolo II era dedicato alla politica di risoluzione e in buona parte all'introduzione del *bail-in*.

⁴⁹⁴ Alla lettera «non troppo grande da salvare». Questa espressione da noi coniata, si rimodella con l'aggiunta di una particella negativa sul titolo del libro Ponzen R., 2009, *Too big to save? How to fix the U.S. Financial System*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey.

⁴⁹⁵ Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Art. 31, p. 2, lett. a).

Il meccanismo poi attraversò l'Atlantico per approdare in Europa, dove lo stesso uovo del *bail-in* americano fu covato dalle diverse ceneri della crisi greca, per schiudersi quindi alla vita di un pulcino dal piumaggio di sfumature differenti da quelle del fratello americano. Fra le differenze⁴⁹⁶ - che ci limitiamo qui a richiamare di passaggio - si possono annoverare l'adozione del «punto d'ingresso multiplo» alla risoluzione rispetto al «punto singolo» americano⁴⁹⁷, l'inquadramento del *bail-in* all'interno di un più ampio novero di obiettivi descritto dalla normativa di risoluzione⁴⁹⁸, ma soprattutto la valenza della previsione del salvataggio interno come forma di tacita *moral suasion* nei riguardi degli intermediari, invitati a maggiore cautela in assenza di ulteriori salvataggi pubblici, ma anche dei risparmiatori, i quali in virtù del loro essere soggetti finanziatori della risoluzione, sono sollecitati a monitorare costantemente, almeno nella *ratio legis*, la gestione dell'ente cui hanno affidato i propri averi.

Esaurita questa breve panoramica sui profili storici legati all'evoluzione dello strumento del salvataggio interno, conviene ora soffermarsi soprattutto sulla sua versione all'interno del diritto europeo e in modo particolare dell'Unione Bancaria.

III.1.b. Gli obiettivi del bail-in

Discutere dell'efficacia di uno strumento significa capire se esso riesca a conseguire il risultato cui tende nelle intenzioni di chi lo ha predisposto. Quando invece si fa riferimento all'efficienza, si cerca di capire se al medesimo effetto si possa pervenire attraverso un minor impiego di risorse, ovvero se con le medesime risorse si può conseguire una migliore *performance*. Pertanto prima di procedere oltre con l'analisi del salvataggio interno, può essere utile richiamare

⁴⁹⁶ Una buona diesamina delle differenze fra il Titolo II del Dodd Frank Act e la Direttiva 2014/59/UE si ritrova in Avgouleas E. et Goodhart C., 2014, *A critical evaluation of bail-in as a bank recapitalisation mechanism*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 10065.

⁴⁹⁷ In letteratura si parla di «multiple point of entry - MPOE» e di «single point of entry - SPOE». sull'approccio previsto dal Dodd Frank Act si consiglia variamente Fisher R.W., 2013, *Correcting 'Dodd-Frank' to actually end 'too big to fail'*, audizione innanzi al Committee on Financial Services, US House of Representatives, Washington, 26 Giugno; Adams S.D., 2014, *Swap Safe Harbors in Bankruptcy and Dodd-Frank: A Structural Analysis*, articolo apparso in «Stanford Journal of Law, Business and Finance», n. 20, pp. 91 e ss.; Jin K.Y., 2014, *How to Eat an Elephant: Corporate Group Structure of Systemically Important Financial Institutions, Orderly Liquidation Authority, and Single Point of Entry Resolution*, articolo apparso su «Yale Law Journal», n. 124, pp. 1746 e ss.; Skeel D.A. Jr., 2014, *Single point of entry and the bankruptcy alternative*, capitolo contenuto in Baily M.N. et Taylor J.B., *Across the Great Divide: New Perspectives on the Financial Crisis*, pubblicazione congiunta Brookings Institution e Hoover Institution, Hoover Press, Stanford, California, pp. 311 e ss.;

⁴⁹⁸ Cfr. *supra* II.1.d.1. Ragioni, obiettivi e presupposti.

alla lettura gli obiettivi che tale misura intende perseguire. Per quanto riguarda il bail-in possiamo distinguere fra due ordini di obiettivi, per la verità non nettamente separabili, i quali più che come contrapposte categorie si presentano in guisa di un corpus complesso e peraltro non necessariamente armonico.

Sul primo versante, in quanto inserito nella cornice della Direttiva BRRD, il *bail-in* partecipa in primo luogo degli obiettivi propri della risoluzione⁴⁹⁹. Tali obiettivi - per come li abbiamo già descritti nel capitolo precedente - sono la continuità delle funzioni essenziali, la tutela della stabilità finanziaria, la salvaguardia dei fondi pubblici, la tutela dei depositi protetti e più in generale delle attività dei clienti. Si noti in particolare come sotto questi obiettivi generalissimi possa certamente rientrare anche il salvataggio interno, sebbene non possa ugualmente dirsi che essi ne siano distintivi. Non si può certo disconoscere che il salvataggio interno possa contribuire insieme agli altri strumenti di risoluzione a raggiungere gli obiettivi predetti. Ciononostante ai medesimi fini si potrebbe giungere per altre strade. Nel ragionare in termini di esempi, tanto la continuità delle funzioni quanto la stabilità finanziaria⁵⁰⁰ erano altresì tutelate - se non addirittura in maniera più piena - anche dai salvataggi pubblici. A medesime conclusioni si giunge se si considera l'aspetto della tutela del risparmio, che già abbiamo detto essere stato uno dei cardini della Legge Bancaria del '36, il cui assetto sarebbe stato consacrato anche dalla costituzione economica all'Art. 47 della Carta. Non si può pertanto concludere che l'obiettivo di stabilità sia esclusivo dell'attuale politica di risoluzione e per questo a maggior ragione non può essere immediatamente uno dei tratti distintivi del salvataggio interno.

Apparentemente più legato al *bail-in* sembrerebbe essere l'obiettivo di salvaguardia delle finanze pubbliche, eppure in questo caso la corrispondenza non è biunivoca. Se infatti il salvataggio interno implica un minor ricorso alle finanze pubbliche (o al limite nel suo combinato utilizzo con gli altri strumenti di risoluzione e almeno a stare al tenore della Direttiva BRRD, proprio nessun ricorso), al contrario l'esenzione dei costi sulla fiscalità generale non pone come

⁴⁹⁹ Enunciati all'Art. 31, Direttiva 2014/59/UE e riportati all'Art. 21 del D.Lgs. 180/2015.

⁵⁰⁰ Soprattutto all'indomani della prima ondata di crisi, l'intervento pubblico fu una risorsa imprescindibile nel porre al riparo la stabilità finanziaria. L'argomento, sia con riferimento all'ambiente americano che a quello europeo, è approfonditamente trattato in Napolitano G., 2008, *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali*, articolo apparso su «Giornale di Diritto Amministrativo», n. 11, pp. 1083-1094.

unica strada percorribile necessariamente il *bail-in*. Almeno in linea di principio, infatti, allo stesso esito si potrebbe pervenire seguendo altre strategie, magari prefigurando un sistema di intervento fra gli operatori privati in forma di consorzio o di fondo comune⁵⁰¹. Benché quindi il salvataggio interno contribuisca al conseguimento di detti obiettivi, non può concludersi che siano risultati suoi propri, non raggiungibili quindi attraverso altre misure.

Esiste però anche un novero di effetti che solitamente si ritengono essere legati a doppio filo con il *bail-in*. Due in particolare emergono come fini propri del salvataggio interno, che ne hanno motivato l'introduzione. Il primo è quello della riduzione dell'azzardo morale. La valenza dissuasiva del salvataggio interno in questo caso non è facilmente conseguibile attraverso il ricorso a strumenti alternativi. L'idea è quella per cui se i primi chiamati a rispondere dello stato di dissesto sono i detentori di strumenti di capitale, va da sé che coloro i quali deterranno partecipazioni di controllo, utili quindi ad influenzare concretamente la gestione dell'ente o del gruppo, saranno i primi a patirne le conseguenze⁵⁰². In questo modo il *bail-in* penderebbe sul loro capo come una spaventosa spada di Damocle, che incentiverebbe così in maniera più consistente una sana e prudente gestione. Se infatti si è costretti a rispondere del proprio, sicuramente si agirà con

⁵⁰¹ In quest'ottica possono essere rilette le vicende iniziali del Fondo di Garanzia dei Depositanti (per le banche di credito cooperativo), istituito nel 1978 su base volontaria come Fondo Centrale di Garanzia delle Casse Rurali ed Artigiane e del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, analogamente costituito in forma consortile nel 1978. Si trattava infatti, prima del loro inquadramento all'interno degli schemi di garanzia dei depositi (Direttiva 2014/49/UE), di fondi deputati a far fronte alle difficoltà di una consorziata attraverso il ricorso alle risorse messe in comune. (In argomento vd. rispettivamente Aquilani B. et Gatti C. et Grignaschi G., 2012, *Struttura e governo della cooperazione di credito a supporto del territorio: i casi italiano e francese a confronto*, Atti del XXIV Convegno annuale di Sinergie «Il territorio come giacimento di vitalità per le imprese», Università del Salento, 18 e 19 Ottobre; Fazio A., 2002, *La ristrutturazione del sistema bancario nell'ultimo decennio. Problemi e prospettive*, Testimonianza del Governatore della Banca d'Italia, Camera dei Deputati, VI Commissione Finanze, Senato della Repubblica, 6^a Commissione Finanze e Tesoro (congiunte), Roma, 2 Ottobre). A questo tipo di strumenti si conferisce usualmente il nome di sistemi di tutela istituzionale (*institutional protection scheme - IPS*). La nozione a propria volta è ripresa anche all'art. 113, p. 7 del Regolamento UE 575/2013 (CRR), con riferimento all'esenzione da certi requisiti patrimoniali in caso di adesione ad un fondo di questo tipo.

⁵⁰² In termini analoghi vd. Stanghellini L., 2016, *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, articolo apparso su «Analisi Giuridica dell'Economia», Fascicolo 2, Anno 2016, pp. 567 - 579, in particolare p. 570: «La tutela della stabilità «ex ante» viene perseguita inducendo negli intermediari comportamenti corretti, che correlino rischio e rendimento e , appunto, non siano improntati ad azzardo morale (consistente nell'assunzione di alti rischi, con l'obiettivo di conseguire rendimenti elevati, ma nella consapevolezza che saranno altri a pagare le eventuali perdite)».

maggior cautela⁵⁰³. Così per estensione anche i creditori che verosimilmente dovrebbero contribuire a coprire le perdite in caso di dissesto, dovrebbero sentirsi maggiormente responsabilizzati e invogliati quindi a vigilare attivamente sulla gestione⁵⁰⁴; su quali siano poi i profili di criticità connessi a tale pratica torneremo diffusamente nel prosieguo dell'analisi. Per il momento si prenda l'obiettivo per buono. Indirettamente la responsabilizzazione tanto della *governance* quanto delle platee di creditori dovrebbe nelle intenzioni dei decisori, porre fine ad un'asimmetria nei costi di finanziamento fra banche di grandi dimensioni ed enti più modesti, connessa al problema del *too-big-to-fail*. L'implicita garanzia pubblica a favore dei gruppi sistemici, si rifletteva anche in minori premi al rischio⁵⁰⁵, dietro la lecita aspettativa che in ogni caso le pretese dei creditori sarebbero state coperte in caso di dissesto. In maniera analoga le stesse istituzioni finanziarie sistemiche, ben conscie che il potere pubblico non le avrebbe abbandonate,

⁵⁰³ Non si dimentichi che il termine azzardo morale è usato soprattutto nella letteratura economica sui mercati assicurativi e in origine in particolare per le assicurazioni sanitarie negli Stati Uniti (*ex multis* Vd. Arrow K.J., 1965, *Uncertainty and the welfare economics of medical care: reply (the implications of transaction costs and adjustment lags)*, articolo comparso su «The American Economic Review», Vol. 55, n. 2, pp. 154-158; Pauly M.V., 1968, *The economics of moral hazard: comment*, articolo apparso su «The American Economic Review», Vol. 58, n. 3, pp. 531 - 537; Arrow, K.J., 1968, *The economics of moral hazard: further comment*, in «The American Economic Review», Vol. 58, n. 3, pp. 537 - 539; Hölmstrom B., 1979, *Moral hazard and observability*, articolo contenuto in «The Bell Journal of Economics», Vol. 10, n.1, pp. 74-91). Nel caso degli interventi in favore delle banche tuttavia non esisteva una vera e propria assicurazione fondata sul valore atteso delle utilità, bensì l'implicita garanzia pubblica dei salvataggi. Gli operatori potevano quindi mostrarsi anche più propensi del normale a comportamenti di azzardo, giacché non era previsto nemmeno un premio commisurato al grado di rischio come in una normale contratto assicurativo. Per contro abbiamo visto (*supra* I.2.a.) che il problema è affrontato oggi anche dai sistemi di garanzia dei depositi, i quali agendo proprio al pari di un sistema assicurativo, in questo caso sì, richiedono una contribuzione *ante* commisurata al grado di rischio detenuto.

⁵⁰⁴ A riguardo vd. Avgouleas E. et Goodhart C., 2014, *A critical evaluation of bail-in as a bank recapitalisation mechanism*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 10065, soprattutto p. 2: «Turning unsecured debt into bail-in-able debt should incentivize creditors to resume a monitoring function, thereby helping to restore market discipline. For example, as the potential costs of bank failure would fall on creditors, in addition to shareholders, such creditors should become more alert about the levels of leverage the bank carries [...], limiting one of the most likely causes of bank failures and the governance costs associated with excessive leverage». Formulazioni quasi identiche, ma precedente l'uno e a ridosso l'altro dell'introduzione in Europa del salvataggio interno per via normativa (segno che l'obiettivo fosse tenuto in alta considerazione all'interno della comunità di *policy*), si possono rintracciare in Coffee J.C. Jr., 2011, *Systemic risk after Dodd-Frank: contingent capital and the need for regulatory strategies beyond oversight*, articolo contenuto in «Columbia Law Review», Vol. 111, n. 4, pp. 795 - 847; Avgouleas E. et Cullen J., 2014, *Excessive Leverage and Bankers' Pay: Governance and Financial Stability Costs of a Symbiotic Relationship*, articolo apparso su «Columbia Journal of European Law», Vol. 21, n. 1, pp. 1 - 46

⁵⁰⁵ Per una quantificazione dell'effetto si veda Ueda K. et Weder Di Mauro B., 2012, *Quantifying the Value of the Subsidy for Systemically Important Financial Institutions*, IMF Working Paper n. 128/2012.

potevano permettersi, come abbiamo argomentato nel precedente capitolo, una maggiore propensione al rischio. In questo modo sotto il profilo concorrenziale veniva a crearsi una distorsione in favore degli istituti più imponenti⁵⁰⁶, i quali, potendosi reggere su una gestione più rilassata, si presentavano sui mercati in una veste certamente più competitiva⁵⁰⁷. Con l'introduzione del *bail-in* invece la prospettiva è cambiata, perché da essere elefanti ad essere formiche, si dovrà comunque sempre porre rimedio al dissesto col sacrificio primo degli azionisti. Tutti quindi avranno di fronte una struttura di incentivi abbastanza simile, che li stimola ad una gestione prudente.

Oltre al problema dell'azzardo morale, il salvataggio interno sembrerebbe fronteggiare anche un altro ordine di questioni, dai risvolti questa volta decisamente più pratici. Non sempre infatti un salvataggio, soprattutto se di vaste proporzioni, può contare sull'immediato reperimento dei capitali necessari al suo finanziamento. Con il *bail-in* invece ci si assicura di poter almeno in parte porre rimedio al dissesto con le risorse già disponibili in casa, senza dover reperire ulteriori fonti di finanziamento. La scelta viepiù si presenta come percorribile, dal momento che ai sensi della normativa di risoluzione le banche sono obbligate a detenere un quantitativo minimo di passività che possono essere sottoposte a *bail-in*⁵⁰⁸. Si garantisce quindi in questo modo che almeno una certa provvista di strumenti che possano essere cancellati, svalutati o convertiti sia prontamente disponibile. Per come avremo modo di approfondire, infatti, l'applicazione del salvataggio interno (ma più in generale di tutti gli strumenti di risoluzione) richiede una celerità nei tempi⁵⁰⁹, che solo può essere compatibile con l'esistenza

⁵⁰⁶ Avgouleas E. et Goodhart C., 2016, *Critical Reflections on bail-in*, articolo apparso su «Journal of Financial Regulation», n. 1/2015, pp. 3 - 29, in particolare p. 19: «Such a subsidy is also criticized as an undesirable and unfair distortion of competition. Taking advantage of lower funding costs, larger banks cut margins aggressively to edge out smaller competitors. Thus, the subsidy distorts the pattern of intermediation towards larger banks and away from smaller banks and non-bank intermediation, including peer-to-peer channels».

⁵⁰⁷ Cfr. Gropp R. et Hakenes H. et Schnabel I., 2011, *Competition, risk-shifting, and public bail-out policies*, articolo apparso su «Review of Financial Studies», Vol. 24, n. 6, pp. 2084 - 2120.

⁵⁰⁸ Si tratta del requisito minimo di passività ammissibili, altrimenti conosciuto con la dizione inglese di *minimum requirement of eligible liabilities (MREL)*, previsto dall'Art. 45 della Direttiva 2014/59/UE e dall'Art. 50 D.Lgs. 180/2015. Vd. infra III.1.d.

⁵⁰⁹ Si riporta la circostanza per cui è reiterato l'uso dell'espressione «il tempo di un weekend» per indicare la durata opportuna di una decisione di risoluzione e dell'applicazione del *bail-in*. Oltre ad essere un lasso di tempo breve, il fine settimana coincide anche normalmente con la chiusura delle borse. In questo modo sembrerebbe quindi più facile agire ad acque ferme. Già prima

di risorse già pronte, siano quelle assoggettabili a *bail-in* o siano quelle dei fondi di risoluzione, per i quali ci eravamo soffermati proprio sulla contribuzione *ex ante*. In questo modo quindi sarà possibile chiudere la procedura i tempi brevi, evitando quindi che un dissesto conclamato possa con il protrarsi della crisi bancaria aggravarsi al punto da cagionare perdite ancora superiori a quelle stimate in partenza.

Per riassumere il nostro discorso avremo quindi due generi di obiettivi. Da una parte vi sono gli obiettivi generali della risoluzione, a cui il *bail-in* partecipa in quanto componente di quello strumentario tipico della procedura. Dall'altra vi sono gli obiettivi che il *policy-maker* ha tentato di raggiungere proprio con l'introduzione del salvataggio interno, i quali difficilmente - nelle opinioni del *policy-maker* - sarebbero stati perseguibili per altre strade.

A questo punto però vi sono alcuni accorgimenti da formulare. In primo luogo se noi volessimo rintracciare nei testi normativi una formulazione di quelli che abbiamo definito gli obiettivi propri del *bail-in*, non li troveremmo affatto nella parte dispositiva, mentre al massimo sarebbero rinvenibili alcuni richiami nei considerando, dove ad esempio con riguardo alla responsabilizzazione si legge che «lo strumento del *bail-in* darà [...] agli azionisti e ai creditori degli enti un maggiore incentivo a vigilare sul buon funzionamento dell'ente in circostanze normali»⁵¹⁰. Per vero tale considerazione non deve sorprenderci, dal momento che proprio quella dei considerando appare la sede opportuna in cui inserire i predetti obiettivi. A differenza infatti degli obiettivi della risoluzione, rispetto ai quali l'autorità è chiamata a trarre la propria valutazione *ex ante* sugli strumenti da utilizzare nel corso della procedura, questo secondo genere di obiettivi non

dell'approvazione della nuova normativa in Europa (ma con il riferimento già esistente del *bail-in* à la *Dodd Frank Act*) in questi termini si esprimeva Huertas T.F., 2011, *The road to better resolution: from bail-out to bail-in*, capitolo contenuto in Beblavy M. et Cobham D. et Ódor L., a cura di, *The Euro Area and the Financial Crisis*, Cambridge University Press, Cambridge, UK, che spiegava come il *bail-in* metta l'autorità di risoluzione in condizione «di agire nel tempo necessario, al massimo un fine settimana» [traduzione nostra]. In maniera simile si esprime anche Dewatripont M., 2014, *European banking: Bailout, bail-in and state aid control*, articolo contenuto in «International Journal of Industrial Organization», Vol. 34, pp. 37 - 43, secondo cui «in caso di crisi sistemica, [...] la ricapitalizzazione può essere necessaria nell'arco di un fine settimana» [traduzione nostra]. Così conclude Donati J., 2016, *La ricapitalizzazione «interna» delle banche mediante bail-in*, articolo apparso su «Analisi Giuridica dell'Economia», n. 2, Anno 2016, pp. 597 - 618, rifacendosi alla letteratura sul tema, che (p. 616) la procedura di risoluzione avrà luogo «nell'arco di un brevissimo lasso di tempo (si parla, in genere, di un weekend)». Dedicheremo quindi al problema del *timing* della risoluzione un apposito paragrafo nel presente capitolo.

⁵¹⁰ Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Considerando 67).

richiede alcun particolare adempimento. L'idea è quella per cui - così almeno ha ragionato il decisore - se un obiettivo è connaturato ad un particolare strumento (o per essere più chiari se l'utilizzo di quello strumento produrrà certamente un particolare effetto), allora basterà demandare all'autorità poteri idonei affinché lo strumento venga utilizzato e tale fine verrà sicuramente raggiunto. Sarebbe pertanto nell'articolato della direttiva apparso superfluo un loro inserimento, che altro non sarebbe stato che una disposizione di principio. Più opportunamente invece la presenza fra i considerando fa assurgere gli obiettivi predetti a motivazione sulla base della quale la normativa è stata adottata⁵¹¹ e riflette peraltro quello che era lo stato del dibattito nella comunità scientifica e politica a ridosso della formulazione delle nuove regole.

Di rimando tuttavia una parziale censura può essere levata intorno al fatto che le troppo semplicistiche visioni, secondo le quali un certo strumento X produca sempre ed immancabilmente un certo effetto Y, sono in realtà drasticamente smentite dalla realtà fattuale. L'intervento di un gran numero di variabili circostanziali, vuoi le concrete reazioni degli operatori vuoi le condizioni generali del mercato, potrebbero in qualche modo mitigare l'effetto sperato, se non sopirlo del tutto. In altri casi invece la stessa formulazione concreta dello strumento potrebbe in sede di implementazione pratica impossibilitare *de facto* il perseguimento di determinati obiettivi, o perché non pienamente coordinato con il resto delle politiche già esistenti o perché in fin dei conti al medesimo fine si potrebbe giungere meglio attraverso un altro percorso. Queste considerazioni peraltro motivano l'esigenza di un'analisi che non si fermi al solo dato giuridico del *bail-in*, ma che cerchi, per quanto possibile, di rendere palese, cogliendo le interazioni con il dato reale e i profili di criticità, anche «quello che le norme non dicono».

III.1.c. Il funzionamento del salvataggio interno

Il salvataggio interno concretamente si qualifica per essere quella forma di intervento di contrasto al dissesto o al potenziale dissesto, che si attua attraverso

⁵¹¹ A contrario andrebbe censurata la tendenza a ripetere quasi testualmente nei considerando le stesse espressioni utilizzate nell'articolato. Tale pratica infatti, oltre a non essere perfettamente coerente sul piano logico, finisce per appesantire gli atti normativi di una pachidermica introduzione, che rischierà quindi - se la tendenza non sarà invertita - di perdere qualsiasi importanza.

la spendita dei poteri che sono attribuiti all'autorità di risoluzione, nei riguardi in questo caso non soltanto dell'ente in sé o della sua *governance*, ma anche rispetto agli strumenti di capitale e di debito. Il *bail-in* può inoltre prendere forma o in maniera isolata, qualora sia inteso in un'ottica marcatamente di *going concern*, come forma di ricapitalizzazione di una banca che sia comunque in grado di soddisfare le condizioni patrimoniali in forza delle quali abbia ricevuto l'autorizzazione all'attività⁵¹², oppure in abbinamento agli altri strumenti di risoluzione⁵¹³, che coloreranno il salvataggio interno di una sfumatura di *gone concern*.

I poteri sopra menzionati consistono in buona sostanza nello svalutare (eventualmente fino ad azzerare) il valore delle azioni o delle altre passività e ancora - ma evidentemente con riferimento a queste ultime soltanto - di convertirle in capitale azionario⁵¹⁴. Il nodo fondamentale è tuttavia capire come tali poteri si atteggiino nei rispetti delle azioni e dei diversi tipi di passività. Come infatti con gran pregio di metafora è stato affermato «non tutte le passività sono create eguali, come se fossero perline disposte lungo un cordino lineare del rischio»⁵¹⁵. No, le passività assoggettabili a *bail-in* non assomigliano affatto ad un braccialetto dalle tante perle tutte identiche; al più se volessimo far salvo un paragone con il mondo dell'arte orafa, potremmo descriverlo con l'immagine di un *Pandora*, dove ogni elemento è diverso dagli altri e si colloca in una posizione precisa. Per questo uno degli aspetti fondamentali del salvataggio interno è la sequenza di svalutazione o di conversione⁵¹⁶, che già a suo tempo avevamo detto essere rimodellata sulla tradizionale gerarchia concorsuale, sebbene in senso inverso. Il salvataggio interno riguarderà prima di tutto il capitale primario di classe 1, vale a dire il capitale azionario, ma insieme a questo anche le riserve. Seguono quindi gli strumenti aggiuntivi di classe 1, vale a dire strumenti ibridi e

⁵¹² Ai sensi delle Direttive 2013/36/UE e 2014/65/UE (imprese di investimento).

⁵¹³ Direttiva 2014/59/UE, Art. 43, p. 2, lett. a) e b); lett. a) e b), c. 1, Art. 48, D.Lgs. 180/2015.

⁵¹⁴ Il novero di questi poteri - in maniera più dettagliata rispetto al sunto che ne ha offerto - è contenuto al p. 1, dell'Art. 63 della Direttiva 2014/59/UE e all'Art. 60 del D.Lgs. 180/2015.

⁵¹⁵ «Not all liabilities are created equal, like beads on a linear string of risk» [traduzione nostra] Cfr. Sommer J.H., 2014, *Why Bail-in? And How!*, articolo apparso in «Economic Policy Review», Federal Reserve Bank of New York, Dicembre 2014, pp. 207 e ss., la citazione è tratta da p. 209.

⁵¹⁶ Per la sequenza vd. Direttiva 2014/59/UE, Art. 48; Art. 52, D.Lgs. 180/2015.

azioni privilegiate, per poi passare alle obbligazioni subordinate. Su queste una parola in particolare va spesa. La direttiva in particolare lungamente si dedica a descrivere la sequenza degli strumenti che debbono essere intaccati dopo il capitale azionario. In realtà le obbligazioni subordinate sono le grandi protagoniste dell'introduzione di salvataggio interno, anche perché come avremo modo di approfondire poco più avanti, rappresentano l'unica categoria in cui il rischio in caso di crisi bancaria sia effettivamente aumentato per tramite delle nuove regole. La particolarità poi di questo tipo di titoli, i cui destini futuri, come avremo modo di approfondire sembrano essere in ampia parte connessi allo strumento del *bail-in*, è la loro ampia estensione per tipologia attraverso le diverse classi patrimoniali. Le obbligazioni subordinate infatti, a seconda di quella che è la loro durata o più in generale le proprie condizioni, possono rientrare tanto fra gli strumenti aggiuntivi di classe 1, quanto fra quelli classe 2, a propria volta ripartiti in *upper TIER 2* e in *lower TIER 2*, se non addirittura in classe 3⁵¹⁷, categoria per vero piuttosto residuale. La eccezionale elasticità lungo la gerarchia concorsuale deriva dalla particolare natura ibrida di questi titoli, che vengono a configurarsi come una via di mezzo fra il capitale azionario e il capitale di debito⁵¹⁸ o, per dirla alla anglosassone, fra *equity* e *debt*. Qualunque sia il tipo di obbligazione ibrida, questa

⁵¹⁷ Va detto tuttavia che la categoria TIER 3 è ormai residuale. Prevista infatti dagli Accordi di Basilea II è stata dipoi soppressa con Basilea III. Rientrano nel TIER 3 obbligazioni subordinate con scadenza normalmente inferiore ai cinque anni. Anche nella prassi è stato fatto un ricorso parco a strumenti di questo tipo. Peraltro il calo dei già rari *Tier 3 bond* si accompagna ad una generale contrazione del mercato delle obbligazioni bancarie, su cui avremo modo di tornare più avanti. Soltanto di recente questo tipo di strumenti hanno conosciuto una sempre maggiore diffusione fra gli intermediari assicurativi, che esulano però dai gruppi di cui trattiamo nel presente lavoro, giacché si può al più in presenza di questi operatori al fianco di quelli bancari e finanziari parlare di conglomerati, che sono soggetti ad una diversa disciplina ancora. A titolo di esempio la compagnia francese *CNP Assurance* ha emesso strumenti di questo tipo, al fine di ricapitalizzarsi vendendo titoli dal valore nominale attraente. Per maggiori dettagli sull'operazione si rinvia a Gledhil A., 2016, *CNP Assurances plans debut euro Tier 3 bond*, Reuters, 10 Ottobre. A CNP ha fatto seguito nei primi giorni del 2017 la holding assicurativa britannica *Phoenix*, che ha piazzato bond subordinati di classe 3, all'interesse del 4,125% con scadenza cinque anni, per un valore complessivo di 300 milioni di Sterline.

⁵¹⁸ A rinforzare questa natura ibrida va tenuto presente anche il «diritto di opzione» contenuto in molti di questi titoli, che possono quindi entro un certo periodo essere convertiti in azioni. A chi volesse approfondire la natura di questi strumenti, si consiglierebbe la lettura dei testi, sebbene ormai un poco datati a seguito dei recenti interventi di riforma sulle agevolazioni fiscali di cui beneficiavano in passato, Grasso R. et Linciano N. et Pierantoni L. et Siciliano G., 2010, *Le obbligazioni emesse da banche italiane*, Quaderni di Finanza Consob, n. 67, 2010; Ciocca N., 2012, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Giuffrè, Milano. Più recente e corredato peraltro di ampia documentazione empirica è invece Coletta M. et Santioni R., 2016, *Le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional Paper n. 359, Ottobre.

verrà coinvolta nel *bail-in* prima delle obbligazioni ordinarie o *senior*, rispetto alle quali sono appunto subordinate nella gerarchia concorsuale. Nel quarto ed ultimo gradino si trovano infine i depositi di persone fisiche e di piccole e medie imprese, purché al di sopra della soglia garantita dei centomila Euro, sulla quale ci siamo soffermati parlando degli schemi di garanzia dei depositi. Per ragioni di semplicità, possiamo riassumere la sequenza di priorità secondo lo schema riportato qui di sotto⁵¹⁹:

- Azioni e altri strumenti di capitale
- Titoli subordinati
- Obbligazioni ordinarie e altre passività ammissibili
- Depositi di persone fisiche e di piccole e medie imprese, oltre la soglia di protezione.

In che misura il *bail-in* inciderà sugli strumenti predetti e soprattutto se si tratterà di svalutazione o di conversione, non è un fattore predeterminabile, ma dovrà estendersi caso per caso in ragione dell'entità del dissesto della banca in crisi. La normativa chiarisce infatti che l'entità del salvataggio interno dipenderà dalla valutazione *ex ante* effettuata dall'esperto indipendente⁵²⁰.

Un discorso a parte meritano i titoli derivati⁵²¹. Per quanto riguarda questo peculiare tipo di passività, l'autorità di risoluzione potrà esercitare i poteri di svalutazione o di conversione soltanto in subordine alla liquidazione dello strumento stesso⁵²², per questo motivo l'autorità è dotata all'avvio della procedura di risoluzione sono dotate del potere di risolvere per *close-out* qualsiasi tipo di

⁵¹⁹ Le stesse diciture sono indicate sul sito istituzionale della Banca d'Italia, alla voce «Risoluzione».

⁵²⁰ Art. 36, Direttiva 2014/59/UE. In questo caso il gioco di rimandi è particolarmente complesso. A titolo di esempio nella sequenza delle passività assoggettabili a *bail-in*, il progressivo ricorso a strumenti di classe via via più distante dal capitale azionario, è subordinata alle condizioni del p. 3 dell'Art. 47, che rimanda all'Art. 46 (Valutazione dell'importo del *bail-in*), il quale a propria volta fa rinvio all'Art. 36, che è appunto quello della valutazione *ex ante*. Se avevamo salutato con favore il progressivo fondamento della normativa bancaria sulle acquisizioni dei testi precedenti, l'eccessivo rimando infra-testuale è invece un *punctum dolens*, dal momento che produce l'unico effetto di rendere il testo meno leggibile.

⁵²¹ In argomento vd. Mazzeo R., 2016, *BRRD Art. 49 «Derivati» - Censimento dei derivati fra le passività assoggettabili al bail-in*, Studio SRM, Discussion Paper n. 8.

⁵²² Direttiva 2014/59/UE, Art. 49; Art. 54, D.Lgs. 180/2015.

contratto derivato, a meno che non decida, per ragioni che vedremo in seguito, di esentare tale categoria di passività dall'applicazione del *bail-in*. Un caso particolare è poi quello in cui tali titoli rientrano in accordi di *netting*⁵²³, per cui ai sensi del paragrafo 3 dell'Art. 49⁵²⁴ della Direttiva BRRD la passività che può essere sottoposta a *bail-in* deve essere quella conseguente dalla compensazione netta che scaturirebbe da suddetto accordo, la cui valutazione, così come in generale quella del valore dei derivati che entrano nella procedura di risoluzione, avviene secondo la metodologia opportunamente elaborata dall'Autorità Bancaria Europea⁵²⁵.

Per ciò che concerne poi la posizione all'interno della sequenza delle passività ammissibili, quelle provenienti da derivati si collocano a livello delle obbligazioni ordinarie⁵²⁶, da cui appunto si motiva nell'elenco sopra la dicitura di «obbligazioni e altre passività ammissibili».

A voler riassumere il funzionamento del salvataggio interno, possiamo fare riferimento al grafico semplificato riportato di seguito. Si può notare come in condizioni di normalità, alle poste passive si presentino, secondo una partizione effettuata in ragione della possibilità di applicazione del salvataggio interno, il capitale della banca, l'insieme delle passività assoggettabili allo strumento ed infine le passività - come i depositi protetti - che non possono costituire oggetto di svalutazione. In presenza di un dissesto il valore dell'attivo di una banca si deteriorerà significativamente, al punto da cagionare perdite, che verranno in primo luogo assorbite dal capitale⁵²⁷. Cancellate quindi le pretese degli originari

⁵²³ Tali accordi possono essere ascritti alle tecniche di mitigazione del rischio di controparte. Sul punto può essere utile la lettura di Bruno F. et Rozzi A., 2007, *La collateralizzazione degli strumenti finanziari derivati OTC ("over the counter") in Italia*, articolo apparso su «Le Società», n. 10/2007.

⁵²⁴ Corrispondente al comma 2, dell'Art. 54 D.Lgs. 180/2015.

⁵²⁵ L'EBA ha esercitato la delega con l'adozione dei *Regulatory Technical Standards on the methodology for the valuation of derivative liabilities for the purpose of bail-in in resolution*, contenuti in EBA/RTS/2015/11, 17 Dicembre 2015.

⁵²⁶ Sul punto vd. Huertas T. F., a cura di, 2016, *European Bank Resolution: Making it Work!*, Interim Report of the CEPS Task Force on Implementing Financial Sector Resolution, Centre for European Policy Studies, Bruxelles, Gennaio, in particolare p. 16: «Senior debt will generally rank pari passu with other senior unsecured obligations, such as derivatives».

⁵²⁷ Prima per semplicità abbiamo delineato una sequenza dove il capitale era collocato al primo posto. Più precisamente la sequenza che si modula sulla gerarchia concorsuale riguarda soltanto le passività, ma comunque la Direttiva BRRD ha cura di affermare che il capitale risponda per primo delle perdite. Infatti già a partire dal considerando 5) si legge che: «Il regime dovrebbe assicurare che gli azionisti sostengano le perdite per primi e che i creditori le sostengano dopo gli azionisti».

azionisti, si tratterà di convertire le altre passività per ricostituire il capitale. All'esito della procedura⁵²⁸ si ritroverà quindi una banca con un attivo più contenuto rispetto a quello di partenza, eppure di nuovo in equilibrio.

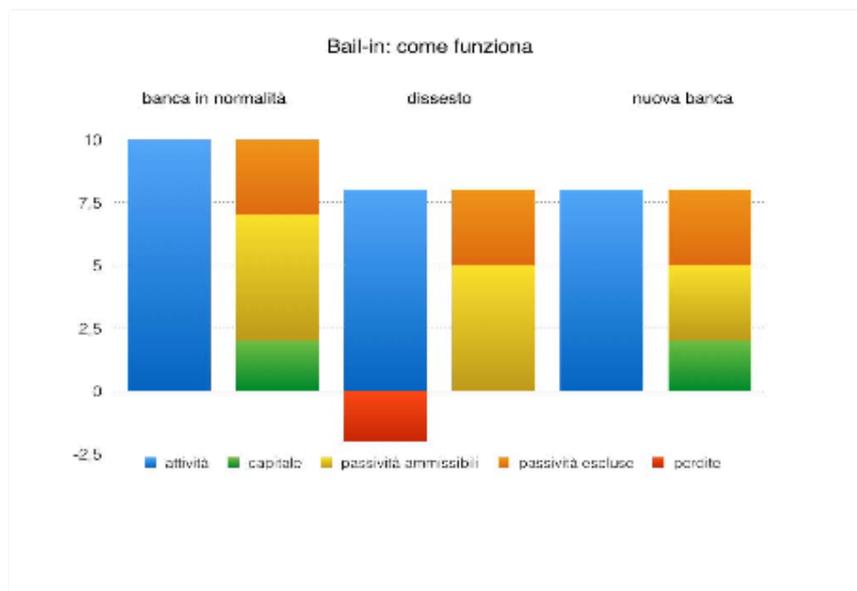


Figura 7: Rappresentazione grafica del funzionamento del salvataggio interno, Fonte: Banca d'Italia, Approfondimenti, *Che cosa cambia nella risoluzione delle crisi bancarie?*

Un'ulteriore avvertenza è quella per cui la sequenza del salvataggio interno sopra descritta non si ritroverà testualmente così espressa anche all'interno degli atti normativi. Essa è piuttosto il frutto dell'interpretazione delle norme sulla sequenza insieme a quelle relative alle esenzioni, le quali ultime *de facto* comportano che i rapporti che entreranno nella procedura saranno quelli descritti sopra. Giova dunque ora soffermarsi sulle esenzioni dal salvataggio interno.

III.1.d. Le esenzioni

Non tutte le passività del bilancio di una banca sono indistintamente assoggettabili al *bail-in*, dal momento che la normativa prevede una serie di casi di esenzione, i quali a propria volta si ripartiscono in esclusioni generali *ex lege* e nelle altre esclusioni che caso per caso è nella facoltà dell'autorità di risoluzione disporre. In

Va detto che tale distinzione è soltanto di forma, dal momento che poi di fatto l'Art. 48 sulla sequenza del salvataggio interno annovera tutte e quattro le categorie descritte sopra.

⁵²⁸ Si tratta per vero qui di un caso molto semplificato - marcatamente di *going-concern*, dove peraltro per semplicità espositiva le perdite coincidono con il capitale cancellato.

entrambi i casi, sia che si tratti di esenzioni generali sia che si tratti di esenzioni stabilite per la singola procedura, il principio evidente che le motiva è quello per cui il salvataggio debba essere effettivamente interno, senza produrre eccessive ricadute negative su soggetti terzi.

Nel caso delle prime in particolare, a motivo della delicatezza e al tempo stesso della rilevanza delle passività alle quali è accordata protezione, «il legislatore ha ritenuto *iuris et de iure* giustificata una deviazione dalla gerarchia concorsuale e dal principio della parità di trattamento»⁵²⁹. Fra queste passività rientrano quelle indicate al paragrafo 2 dell'Art. 44 della Direttiva 2014/59/UE⁵³⁰, inerente all'ambito di applicazione del *bail-in*. Le prime passività ad essere escluse - come è prevedibile - sono i depositi protetti fino alla soglia dei 100.000 Euro per depositante, la cui *ratio* secondo autorevole dottrina⁵³¹ sarebbe quella di rafforzare la certezza che i depositi protetti, al fine di evitare corse agli sportelli; se così non fosse difficilmente si spiegherebbe la reiterazione di una previsione tutto sommato superflua, in un contesto in cui già era di adamantina chiarezza il fatto che suddetti depositi non potessero essere intaccati.

⁵²⁹ Donati J., 2016, *La ricapitalizzazione «interna» delle banche mediante bail-in*, articolo apparso su «Analisi Giuridica dell'Economia», n. 2, Anno 2016, pp. 597 - 618, la citazione è tratta da p. 606.

⁵³⁰ Il legislatore interno in maniera più organica ha scelto invece di dedicare un apposito articolo, il 49 del D.Lgs. 180/2015, al tema delle esclusioni. Le esclusioni in via generale sono quindi quelle enumerate al comma 1.

⁵³¹ Cfr. Donati J., 2016, *La ricapitalizzazione «interna» delle banche mediante bail-in*, op. cit. Tenga a mente il lettore che sullo sfondo della formulazione della normativa in tema di risoluzione prendevano forma prima la crisi di *Northern Rock* prima e delle banche cipriote poi. In quel frangente la preoccupazione era quella per cui i sistemi di garanzia dei depositi non fossero sufficienti a assicurare i clienti delle banche e che quindi le corse agli sportelli - come di fatto accadeva in quei giorni - non fossero da escludere in principio. A chi volesse approfondire il tema delle crisi sopra menzionate, si rimanderebbe senza pretesa alcuna di esaustività a Chick V., 2008, *Could the crisis at Northern Rock have been predicted?: An evolutionary approach*, articolo contenuto in «Contributions to Political Economy», Vol. 27, n. 1, pp. 115 - 124; Hall M.J., 2008, *The sub-prime crisis, the credit squeeze and Northern Rock: the lessons to be learned*, articolo in «Journal of Financial Regulation and Compliance», Vol. 16, n. 1, pp. 19 - 34; Llewellyn D.T., 2008, *The Northern Rock crisis: a multi-dimensional problem waiting to happen*. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 16, n. 1, pp. 35 - 58; Shin H.S., 2009 *Reflections on Northern Rock: the bank run that heralded the global financial crisis*, articolo apparso su «The Journal of Economic Perspectives», Vol. 23, n. 1, pp. 101 - 119; Lane P.R., 2012, *The European sovereign debt crisis*, articolo contenuto in «The Journal of Economic Perspectives», op. cit.; Mink M. et De Haan J., 2013, *Contagion during the Greek sovereign debt crisis*, articolo apparso su «Journal of International Money and Finance», Vol. 34, pp. 102 - 113; Popov A. et Van Horen N., 2015, *Exporting sovereign stress: Evidence from syndicated bank lending during the euro area sovereign debt crisis*, articolo apparso su «Review of Finance», Vol. 19, n. 5, pp. 1825 - 1866.

Fra le esclusioni generali rientrano poi le obbligazioni garantite, ma per estensione anche le passività usate in forma di garanzia⁵³² e che siano quindi secondo i rispettivi diritti nazionali meritevoli di tutela alla stregua delle obbligazioni garantite⁵³³. Se così non fosse altrimenti, l'idea stessa di garanzia verrebbe in qualche modo ad attenuarsi.

In via generale sono anche escluse tutte quelle passività che non rappresentano in senso stretto rapporti dei clienti con il soggetto posto in risoluzione, bensì rapporti con soggetti terzi, i quali quindi in linea di principio non dovrebbero subire pregiudizio. Rientrano in questa categoria le attività e le liquidità da e per conto dei clienti⁵³⁴, soprattutto con riferimento alla prestazione di servizi o attività di investimento, anche laddove la banca agisca come tramite fra il cliente e organismi di investimento collettivi del risparmio (OICR) o di fondi alternativi di investimento. Più in generale dal salvataggio interno sono esentate le passività sorte in virtù di rapporti fiduciari fra il soggetto posto in risoluzione ed un eventuale beneficiario, a condizione anche qui che questo sia protetto dal diritto fallimentare nazionale⁵³⁵.

Accanto a queste esenzioni ne sono state previste altre, motivate da quelle che chiameremmo «ragioni temporali». Non rientrano infatti nel salvataggio interno le passività con durata originaria⁵³⁶ o residua⁵³⁷ inferiore a sette giorni. Benché accomunate dallo stesso termine temporale, le due esenzioni differiscono tuttavia per ordine di ragioni. Con riguardo alle prime, ovvero quelle con scadenza originaria inferiore ai sette giorni, la motivazione deve essere accostata a quella che sottende all'esclusione dei depositi protetti, giacché in assenza della stessa e in condizioni di prossimità ad una crisi, la banca si troverebbe nell'impossibilità di rifinanziarsi sul mercato interbancario, con conseguenti effetti catalizzatori del

⁵³² Direttiva 2014/59/UE, Art. 44, c. 2, lett. b); lett. b), c. 1, Art. 49, D.Lgs. 180/2015.

⁵³³ Va segnalato tuttavia un atteggiamento restrittivo da parte del legislatore italiano, il quale all'Art. 52, comma 2, lett. c del D.Lgs. 180/2015 ha previsto che eventuali compensazioni possano avere luogo soltanto se fatte valere all'avvio della risoluzione.

⁵³⁴ Direttiva 2014/59/UE, Art. 44, c. 2, lett. c); lett. c), c. 1, Art. 49, D.Lgs. 180/2015.

⁵³⁵ *ivi*, lett. d).

⁵³⁶ Escluse quelle nei confronti di enti dello stesso gruppo. Cfr. Direttiva 2014/59/UE, Art. 44, c. 2, lett. e); lett. e), c. 1, Art. 49, D.Lgs. 180/2015.

⁵³⁷ *ivi*, lett. f)

dissesto, simili a quelli che provocherebbe una corsa agli sportelli⁵³⁸. Nessuno infatti sarebbe disposto a prestare, nemmeno a brevissimo termine, ad un soggetto che stesse correndo il rischio di andare incontro al dissesto, se la somma eventualmente finanziata a propria volta potesse andare incontro a svalutazione. In questo modo tuttavia le aspettative degli operatori, lasciando l'intermediario in carenza di liquidità, contribuirebbero ad aumentare le probabilità della crisi bancaria, sicché si motiva l'esclusione dianzi menzionata. Per quanto riguarda invece le passività con durata residua inferiore ai sette giorni, può dirsi invece che «l'obiettivo, qui, è evitare che le esigenze di celerità e di automatismo imposte all'efficace funzionamento del mercato interbancario vengano pregiudicate dal pericolo di *bail-in* di una controparte»⁵³⁹.

Sono inoltre escluse in via generale le passività nei confronti di soggetti creditori della banca, ma non in qualità di risparmiatori o di investitori. In questo novero rientrano in primo luogo le passività nei confronti dei propri dipendenti, riguardanti «la retribuzione fissa, i benefici pensionistici o altra componente fissa della remunerazione»⁵⁴⁰, mentre sono assoggettabili al salvataggio interno le componenti retributive variabili, soprattutto per i dipendenti in posizione apicale. Siamo qui in presenza di una regola di buon senso: un conto è parlare della retribuzione del cassiere dell'ultimo sportello di provincia, sul cui reddito magari permane in carico un'intera famiglia e che peraltro già è a rischio per via delle operazioni di ristrutturazione dell'ente in dissesto, altro è parlare del dirigente a cui spetterebbe un premio per una *performance* particolarmente elevata, ma che al tempo stesso incorporando un rischio non trascurabile abbia in qualche modo contribuito al dissesto. Inoltre il rapporto alle dipendenze della banca non si configura come attività di investimento, ma come un ordinario rapporto di lavoro, retribuito quindi in base alle ore prestate e non già rispetto alle stagioni della redditività del soggetto⁵⁴¹. Ricevono tutela oltre ai dipendenti anche i fornitori di

⁵³⁸ Sul punto può essere utile la lettura di Bliesener D.H., 2013, *Legal problems of bail-ins under the EU's proposed Recovery and Resolution Directive*, capitolo contenuto in Dombret A. e Kenadjian P.S., a cura di, *The Bank Recovery and Resolution Directive*, De Gruyter, Berlino, pp. 189 e ss.

⁵³⁹ Donati J., 2016, *La ricapitalizzazione «interna» delle banche mediante bail-in*, op. cit., p. 608.

⁵⁴⁰ D.Lgs. 180/2015, Art. 49, c. 1, lett. g), n. i).

⁵⁴¹ Andrebbe inoltre ricordato che i dipendenti, così come i fornitori, sopportano il rischio in maniera peggiore rispetto agli investitori finanziari, che possono diversificare il proprio

beni o di servizi essenziali per il funzionamento quotidiano della banca⁵⁴² (fornitori di carta, imprese di pulizia, operai edili etc.). Altri soggetti i cui crediti non possono essere assoggettati a salvataggio interno sono costituiti dalle amministrazioni tributarie e dagli enti previdenziali⁵⁴³. I motivi in questo caso sono duplici (senza contare quelli che riguardano il trattamento dei tributi in procedure fallimentari). In primo luogo ammettere la cancellazione o la svalutazione delle pretese dei sistemi tributari equivarrebbe a contravvenire all'obiettivo del minor impatto possibile sulle finanze pubbliche, nella misura in cui in termini di saldo di bilancio pubblico una minore entrata può equivalere ad una maggiore spesa. Inoltre, anche se per ragioni meritevoli come quella di tutelare la stabilità finanziaria attraverso la risoluzione del dissesto di un intermediario sistemico, difficilmente sarebbero comunque giustificabili «sconti» dal lato fiscale, che costituirebbero comunque un indebito vantaggio nei riguardi di altri enti. Anche se fossimo per contro più inclini ad accettare la mano protesa del settore pubblico alle banche in difficoltà, resterebbe comunque per fermo l'ostacolo della reiterata posizione negativa in materia da parte della Commissione, cui abbiamo più volte fatto riferimento. Per ragioni analoghe a quelle or ora evidenziate, sono esentati dal *bail-in* anche i contributi dovuti dalle banche ai sistemi di garanzia dei depositi⁵⁴⁴.

Accanto a queste passività che sono sempre escluse, come dicevamo esiste anche un altro tipo di esenzione, che dipenderà volta per volta dalle decisioni dell'autorità di risoluzione. I presupposti in base ai quali l'autorità può escludere determinate passività sono quattro⁵⁴⁵. Esenzioni ulteriori possono in primo luogo essere disposte nel caso in cui non sia possibile applicare lo strumento del *bail-in*

portafoglio. Sul punto vd. Halpern P. et Trebilcock M. et Turnbull S., 1980, *An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law*, articolo apparso in «University of Toronto Law Journal», Vol. 30, n. 2, pp. 117 - 150.

⁵⁴² Direttiva 2014/59/UE, Art. 44, c. 2, lett. g), n. ii); n. ii), lett. g), c. 1, Art. 49, D.Lgs. 180/2015.

⁵⁴³ *ivi*, n. iii), lett. b), c. 1, Art. 49, D.Lgs. 180/2015.

⁵⁴⁴ *ivi*, n. iv); n. iii), lett. g), c. 1, Art. 49, D.Lgs. 180/2015.

⁵⁴⁵ Direttiva 2014/59/UE, Art. 44, c. 3; c. 2, Art. 49, D.Lgs. 180/2015. Quattro sono i presupposti nella formulazione della direttiva, benché nel diritto interno siano diventati tre, poiché due dei quattro sono stati accorpati in un unico comma, diviso però in due lettere. Di fatto dunque i presupposti rimangono sempre quattro.

in tempi ragionevoli. Se infatti si dovessero rincorrere passività irreperibili, difficilmente potrebbe essere integrata la caratteristica della celerità nella risoluzione. In secondo luogo alcune passività potrebbero essere escluse dal salvataggio interno se questo fosse necessario per garantire la continuità delle funzioni essenziali e delle linee di operatività principali. Inoltre alcune passività possono essere escluse dal *bail-in* se questo si rivelasse utile ad evitare il contagio e a preservare la stabilità finanziaria. In questo caso in particolare la deroga rispetto alla distribuzione interna dei costi è motivata dal migliore conseguimento di quello che è forse il fine più alto della procedura di risoluzione. Infine l'autorità di risoluzione può disporre dell'esclusione di determinate passività, onde contenere le possibili ricadute negative su soggetti terzi, anche se non operanti nel settore finanziario. In questa ultima ipotesi potrebbero ad esempio rientrare - ed è preoccupazione vivissima con riferimento al sistema economico italiano - i depositi di alcune piccole e medie imprese, le quali potrebbero trovarsi eccessivamente penalizzate se venissero intaccati i depositi anche al di sopra del livello di copertura. In questo modo infatti la crisi bancaria non tarderebbe a propagarsi anche al settore reale dell'economia.

Conclusivamente va detto che, al di là delle ipotesi tipizzate categoricamente come escluse, la previsione delle esclusioni ulteriori è formulata in termini sufficientemente ampi da permettere all'autorità di risoluzione un considerevole grado di flessibilità. In tal modo caso per caso l'autorità competente (il Comitato Unico per gli enti e i gruppi significativi o l'autorità di risoluzione nazionale) potrà mettere in piedi un salvataggio che faccia versare il minor grado possibile di lacrime.

D'altro canto non pare verosimile che le esclusioni discrezionalmente imposte dall'autorità possano compromettere la quantità di risorse disponibile per la risoluzione, poiché - come abbiamo ricordato a suo tempo - l'ipotesi tipica di intervento del Fondo Unico di risoluzione o dei fondi di risoluzione nazionali è proprio quella in cui, previa condivisione degli oneri in misura pari almeno all'otto per cento delle passività totali, l'autorità abbia deciso di escludere determinate passività. Inoltre - ed è questo l'argomento che ci accingiamo ad affrontare - la capienza necessaria di risorse dovrebbe comunque essere assicurata da un quantitativo minimo di risorse pronte per il *bail-in* che le banche sono obbligate a

detenere, che come vedremo poco oltre, deve tenere conto anche del fatto che talune passività possano essere esentate.

III.1.d. Ricordarsi di Esopo: il requisito minimo di passività ammissibili

«Perché non fai tu, come fo io, che l'Estate congregho ciò, che posso per l'inverno?»⁵⁴⁶

L'invito che la prudente formica rivolgeva alla festosa cicala è in buona sostanza lo stesso che la Direttiva BRRD indirizza alle banche e in particolare a quelle banche che troppo allegramente hanno suonato la viola dell'intermediazione nell'estate speculativa dei primi anni Duemila.

La favola in questo contesto a maggior ragione si presenta consona, dal momento che fra i molti obblighi imposti dalla nuova normativa di risoluzione vi è proprio quello di fare provviste; in questo caso non certo di chicchi di frumento o di semi del bosco, ma di passività pronte per essere utilizzate in caso di potenziale dissesto. Si tratta infatti del requisito minimo di passività ammissibili al salvataggio interno, meglio noto in letteratura con il suo nome inglese di *minimum requirement of eligible liabilities (MREL)*⁵⁴⁷.

In qualsiasi momento infatti le banche dovranno essere in grado di soddisfare il requisito sopra menzionato, il quale è «calcolato come l'importo dei fondi propri e delle passività ammissibili, espresso in percentuale delle passività e dei fondi propri totali dell'ente»⁵⁴⁸, sebbene la direttiva non provveda direttamente a

⁵⁴⁶ Esopo, 171, *Della Formica e della Cicala*, in «Favole», Traduzione di Giulio Landi, 1545, ristampata in Napoli, 1805.

⁵⁴⁷ In termini più generali in Financial Stability Board ha riproposto il medesimo concetto, chiamandolo Total Loss-Absorbing Capacity (TLAC), rinvenibile all'interno di FSB, 2015, *Principles on Loss-absorbing and Recapitalisation Capacity of G-SIBs in Resolution – Total Loss-absorbing Capacity (TLAC)*, Term Sheet, 9 novembre. A differenza del MREL, la TLAC è riferita soltanto alle banche globalmente significative (G-SIBs). Nel documento prodotto dal FSB inoltre è prevista da principio una soglia minima, fissata nel 16% degli attivi, ponderati però al rischio e al tempo nel 6% del denominatore del *leverage ratio*, per come definito da Basilea III. Tali soglie avrebbero corso a partire dal 2019, mentre si auspicherebbe dal primo di gennaio del 2022 l'innalzamento rispettivamente al 18% e al 6,75%.

⁵⁴⁸ Direttiva 2014/59/UE, Art. 45, p. 1. Analoga previsione è contenuta all'Art. 50 del D.Lgs. 180/2015.

fornire un dato percentuale, demandando fra le altre cose all'EBA⁵⁴⁹ l'elaborazione di progetti di norme tecniche di regolazione sui criteri in base ai quali il requisito andrà calcolato per ciascun tipo di soggetto⁵⁵⁰. Il calcolo del requisito è poi in concreto demandato all'autorità di risoluzione competente per ciascun soggetto⁵⁵¹, in base ai sei criteri indicati dalla Direttiva stessa⁵⁵². In primo luogo è necessario che possa essere avviata la risoluzione e - se del caso - applicato anche lo strumento del *bail-in*, in modo tale da conseguire gli obiettivi della procedura a suo tempo delineati. Questo è in qualche modo il principio basilare, posto a fondamento dell'idea che un certo quantitativo di passività deve rimanere in dispensa per l'inverno, il quale viene tuttavia meglio specificato dal secondo e dal terzo criterio, che espressamente prevedono da un lato che la banca abbia sufficienti passività ammissibili per assorbire le perdite in caso di dissesto e ripristinare un coefficiente di classe 1 ai livelli necessari per il conseguimento dell'autorizzazione⁵⁵³, dall'altro che sia comunque possibile effettuare la risoluzione, anche nel caso in cui determinate passività siano discrezionalmente escluse dall'autorità. Come ricordavamo nel precedente paragrafo poi, è possibile che nelle circostanze della risoluzione l'autorità possa escludere determinate passività dal salvataggio interno, sicché in vista di questa evenienza il terzo criterio prevede che il requisito debba concedere un margine utile comunque a poter applicare il *bail-in* sulle restanti passività. Va da sé inoltre che nel fare provviste ogni soggetto dovrà fare i conti con le proprie dimensioni. A voler essere insistenti con le nostre metafore favolistiche, un rinoceronte bianco avrà certo bisogno di maggiori provviste di una lepre. Il paragone, che forse potrà sembrare *prima facie* esagerato, non è poi così fuori posto, giacché i circa 2.300 chili di un rinoceronte di

⁵⁴⁹ *ivi*, Art. 45, p. 2.

⁵⁵⁰ La delega è stata effettivamente esercitata. Cfr. EBA, *Draft Regulatory Technical Standards on criteria for determining the minimum requirement for own funds and eligible liabilities under Directive 2014/59/EU*, contenuti in EBA/RTS/2015/05.

⁵⁵¹ Così in concreto il c. 2 dell'Art. 50 del D.Lgs. 180/2015 recita che «Il requisito da rispettare su base individuale è determinato dalla Banca d'Italia [ove competente], se del caso previa consultazione con la Banca Centrale Europea quale autorità competente, avendo riguardo» dei sei fattori già elencati dalla BRRD.

⁵⁵² Direttiva 2014/59/UE, Art. 45, p. 6, lett. a) - f), cui corrispondono le lettere a) - f) del comma 2 dell'Art. 50 del D.Lgs. 180/2015.

⁵⁵³ Ai sensi delle direttive 2013/36/UE e 2014/65/UE.

medie dimensioni sono settecentocinquanta volte la massa media di una lepre, così come il passivo più volte richiamato di *Deutsche Bank* può essere settecentocinquanta volte quello di una piccola banca di credito cooperativo⁵⁵⁴. Per queste ragioni la direttiva BRRD prevede che il requisito minimo di passività ammissibili sia ritagliato sulle misure di ciascun ente, tenendo conto di «dimensioni, modello di business, modello di finanziamento e profilo di rischio»⁵⁵⁵. Il sesto criterio sul quale occorre calcolare il requisito minimo è quello dei contributi che gli schemi di garanzia dei depositi possono largire in fase di risoluzione⁵⁵⁶, di cui già abbiamo discusso nel capitolo primo⁵⁵⁷. Infine il requisito minimo dovrà tenere conto della «misura in cui il dissesto dell'ente avrebbe effetti negativi sulla stabilità finanziaria, fra l'altro a causa del contagio di altri enti dovuto alle interconnessioni dell'ente in questione con altri o con il sistema finanziario in generale»⁵⁵⁸. Si tratta in questo caso di un criterio che non dovrebbe in alcun modo suonare nuovo, dal momento che è in buona sostanza il medesimo presupposto sulla base del quale l'autorità di risoluzione valuterà la sussistenza dell'interesse pubblico, che abbiamo detto essere preconditione alla procedura di risoluzione. Per contro nella concreta formulazione dell'Art. 45 della Direttiva BRRD (e quindi anche dello speculare articolo di attuazione nel diritto interno) si palesa per essere un poco ridondante, giacché potrebbe senza troppe difficoltà essere ricompreso all'interno del quarto, giacché attraverso le dimensioni di un ente e il grado di rischio (una componente rilevante del quale è proprio costituita dalle esposizioni verso le controparti), già è possibile stabilire se vi siano

⁵⁵⁴ Per chi avesse voglia di esercitarsi in calcoli consimili, abbiamo preso a riferimento il passivo di Banca Alpi Marittime, per come espresso nella Relazione di bilancio per il 2015.

⁵⁵⁵ Direttiva 2014/59/UE, Art. 45, p. 6, lett. d); lett. d), c. 2, Art. 50, D.Lgs. 180/2015.

⁵⁵⁶ Ai sensi dell'Art. 109 della Direttiva 2014/59/UE.

⁵⁵⁷ Questo elemento peraltro ci soccorre nel rafforzare la tesi già delineata in quel capitolo, per cui sarebbe quanto mai auspicabile che l'Unione Bancaria sia completata dall'approdo ad un Fondo di Garanzia Unico, secondo il progetto dell'EDIS. Al lettore un poco avvertito non sarà infatti sfuggita quale sia la differenza nella capacità di intervento da parte di un fondo unico o dall'azione congiunta (e per di più non così semplice da coordinare) di molti fondi nazionali, per la risoluzione di gruppi significativi e transfrontalieri. Al giorno presente non sembra certamente essere agevole il calcolo del requisito minimo da parte del Comitato, che dovrà tenere in considerazione le possibilità di intervento da parte di fondi, che abbiamo visto essere profondamente asimmetrici per dimensioni.

⁵⁵⁸ Direttiva 2014/59/UE, Art. 45, p. 6, lett. f); lett. f), c. 2, Art. 50, D.Lgs. 180/2015.

interconnessioni con il sistema finanziario in generale e se di conseguenza vi sia un interesse pubblico da tutelare.

A propria volta poi le passività per rientrare all'interno del calcolo del requisito minimo devono presentare precise caratteristiche⁵⁵⁹, che anche in questo caso sono sei. In primo luogo lo strumento deve essere emesso e interamente versato. Si tratta di una regola connaturata all'idea stessa di un requisito minimo di passività pronte per il *bail-in*, dal momento che se il dissesto può arrivare in qualsiasi momento, difficilmente si potrebbe far conto ai fini della ricapitalizzazione su strumenti ancora da emettere. *In secundis* la passività non deve essere dovuta all'ente o coperta da garanzia alcuna, per la stessa ragione di disponibilità che anima il primo requisito. Peraltro l'acquisto di tali passività non deve essere finanziato dall'ente stesso, altrimenti si tratterebbe meramente di un meccanismo ricorsivo di aumento delle poste in bilancio, senza che però si attivi un'effettivo circolo di copertura. La passività poi deve avere una durata residua che permetta di potervi fare ragionevolmente affidamento, che la direttiva provvede quindi a qualificare nel tempo di almeno un anno. Sempre in tema di qualità (*rectius*: utilizzabilità) del passivo il quinto requisito prescrive che la passività non derivi da un derivato, per le ovvie difficoltà nel calcolo dell'effettivo valore, che abbiamo già rilevato per la concreta applicazione dello strumento del *bail-in*. Infine la passività è calcolabile ai fini del requisito minimo soltanto se «non risulta da un deposito che gode della preferenza nella gerarchia della procedura di insolvenza nazionale»⁵⁶⁰ e quindi sostanzialmente dei depositi di persone fisiche e di piccole e medie imprese, al di sopra della soglia di garanzia dei centomila Euro per depositante.

Per come avevamo detto in apertura, il requisito sarà calcolato come percentuale delle passività totali, sicché a volerlo esprimere in una relazione si presenterà nella seguente forma:

⁵⁵⁹ Tali caratteristiche sono indicate p. 4 dell'Art. 45 della Direttiva 2014/59/UE, nelle lettere da a) a f). Il legislatore delegato italiano non ha invece ritenuto di dover ripetere le caratteristiche delle passività ammissibili, così come anche i dettagli procedurali (invero decisamente numerosi) contenuti nell'articolo della direttiva in parola.

⁵⁶⁰ Direttiva 2014/59/UE, Art. 45, p. 4, lett. f).

$$\left(\frac{F + PA}{F + PA + PR} \right) \times 100 = R$$

dove:

F: Fondi Propri

PA: Passività Ammissibili

PR: Passività Residue (o altre passività)

R: Requisito espresso in percentuale

e in particolare

$$PA + PR = P$$

con

P: Passività Totali

Dati quindi un certo stock di fondi propri e un ammontare di passività, il requisito prevede che debba essere assicurata una quantità minima di passività ammissibili (beninteso che tale quantità possa essere anche più elevata se la banca ne ha la possibilità), in modo da incontrare la percentuale fissata. Come dicevamo, questa percentuale non è chiarita all'interno della Direttiva. In proposito la letteratura ha in alcuni casi ipotizzato⁵⁶¹ che, per via delle previsioni della Direttiva BRRD in cui per l'attivazione è richiesta una previa condivisione degli oneri pari almeno all'8%, allora *R* dovesse essere per lo meno uguale appunto all'8%, onde poter concedere sempre a tali misure la possibilità di attivarsi. Per la verità se fra queste possibilità consideriamo quella per cui si voglia fare ricorso al Fondo Unico (o ai fondi nazionali) a seguito dell'esclusione ulteriore di determinate passività, un insieme di fondi propri e passività ammissibili che raggiungesse appena l'8% potrebbe non garantire spazio simultaneamente per l'esclusione di alcune passività e per l'intervento del Fondo; e fossimo esattamente sulla soglia dell'8%, potremmo

⁵⁶¹ Così per esempio Baglioni A., 2016, *Unione Bancaria Europea: i problemi ancora aperti*, articolo apparso su «Osservatorio Monetario», n. 2/2016, pp. 3 - 11. In particolare a p. 5 si legge quanto segue: «Perché prendiamo come riferimento proprio l'8%? La ragione sta nel fatto che, in caso di aiuto pubblico nel salvataggio di una banca, la Direttiva BRRD impone che tale aiuto possa avvenire solo dopo che l'8% delle passività - detenute dai soggetti privati - sia stato aggredito dal bail-in. Questa condizione vale sia in caso di aiuto statale (art.37) sia in caso di intervento del Fondo di risoluzione (art.44)».

essere costretti, in mancanza di ulteriori passività da sottoporre al salvataggio interno non conteggiate nel requisito (vd. sotto), a scegliere fra le due opzioni. Sembrerebbe quindi ragionevole che R debba essere un poco più elevato. Su questa linea si è peraltro posta l'EBA, che infatti ha suggerito l'adozione di un R pari almeno al 10%⁵⁶².

Un'ultima precisazione va fatta intorno alla valenza del requisito minimo di fondi propri e di passività ammissibili. Come abbiamo ripetuto fin dalla prima riga del presente paragrafo, esso deve essere inteso come una sorta di riserva di «passività buone» per il *bail-in*; nondimeno tale considerazione non è tesa a preconstituire un limite entro cui effettivamente applicare lo strumento. Il requisito è appunto requisito minimo, descritto secondo criteri che abbiamo visto essere particolarmente stringenti, ed è quindi un sottoinsieme più ristretto (le passività su cui si potrà sempre contare) rispetto al complesso delle passività assoggettabili al salvataggio interno⁵⁶³. A riprova di questa considerazione basti ricordare che per il salvataggio interno possono essere colpite passività con scadenza residua fino a sette giorni, non già di un intero anno, come vuole il requisito minimo. Allo stesso modo le passività risultanti da contratti derivati, benché soggette ad alcuni accorgimenti particolari, possono rientrare anch'esse nel salvataggio. In fondo anche la più prudente delle formiche se trovasse una briciola di pane in inverno non la disdegnerebbe, ma questa incerta speranza di sicuro non la dissuaderebbe dall'accumulare adeguate provviste per la brutta stagione, in modo da rimanere sicura, anche nelle circostanza in cui fra la neve non possa trovarsi nutrimento supplementare alcuno.

⁵⁶² EBA, *Draft Regulatory Technical Standards on criteria for determining the minimum requirement for own funds and eligible liabilities under Directive 2014/59/EU*, p. 6: «the impact assessment for the BRRD estimated the impact of the requirement on the assumption of a reference level of MREL of 10% of total liabilities».

⁵⁶³ Sul punto vd. Carmassi J. et Di Giorgio G., 2016, *L'impatto del bail-in sulla rete di protezione finanziaria*, in «Analisi Giuridica dell'Economia», Fascicolo 2, Anno 2016, pp. 297 - 332, in particolare p. 310: «Si deve evidenziare che i requisiti per le passività ammissibili per il computo del MREL sono più stringenti di quelli per le passività *bail-inable*: per esempio: derivati, depositi di persone fisiche e piccole e medie imprese oltre la soglia dei 100.000 euro e passività con durata residua inferiore ad un anno non sono MREL-eligible ma sono *bail-inable*. Questo approccio dovrebbe determinare un cuscinetto di passività ammissibili per il requisito MREL meno ampio del volume di passività *bail-inable*. Tale differenza è particolarmente rilevante anche alla luce delle possibili ulteriori esclusioni dal *bail-in* di alcune passività da parte dalle autorità di risoluzione».

III.2. CRITICITÀ DI FORMULAZIONE

«Una *policy* è anzitutto la dichiarazione (più o meno esplicita) di un'intenzione, [...] un'intenzione di modificare l'ambito su cui si interviene, quale sarebbe in assenza della *policy* medesima»⁵⁶⁴. Anche la politica di risoluzione dal canto suo possiede alcuni obiettivi peculiari, sui quali per vero già ci siamo soffermati, parlando dell'Art. 31 della Direttiva BRRD. Abbiamo inoltre aggiunto che esistono obiettivi propri del salvataggio interno, meno espliciti nella formulazione normativa, ma ampiamente presenti nel dibattito in seno alla comunità di *policy* che ne ha preceduto l'adozione. Resta pertanto da capire - ed è questa una prospettiva che difficilmente può essere colta da un'analisi strettamente giuridica - se tali obiettivi possano essere conseguiti efficacemente⁵⁶⁵ e anche nel caso in cui siano potenzialmente raggiungibili, se lo strumento considerato descriva un impiego efficiente di mezzi.

Per ragioni di brevità non sarà certo possibile in questa sede condurre una indagine sistematica obiettivo per obiettivo sul modo in cui questo possa essere raggiunto e sui costi ricadenti almeno sulla platea dei destinatari diretti (banche), o in senso lato le ricadute più ingenti su quelli indiretti (risparmiatori, investitori, fiscalità generale). Ci si limiterà quindi a soffermarsi su quelli che parrebbero essere i maggiori profili di criticità, con l'avvertenza per cui il lettore non deve per questo essere indotto a ritenere che lo strumento sia *in toto* da buttare a mare o che costituisca un errore clamoroso. In primo luogo parlare di criticità non equivale a parlare di rilievi di critica *tout court*, quando ad evidenziare i nodi più problematici, i quali possono però in fase di implementazione anche essere superati da un'azione accorta da parte dell'autorità volta per volta competente. Inoltre anche nei rari casi in cui si tratterà di quelli che sembrano essere difetti, a controbilanciare il giudizio, si contrapporrà il versante dei pregi, il quale appunto non sarà oggetto della trattazione, al fine di non ricadere nello sterile encomio o

⁵⁶⁴ La Spina A. et Espa E., 2011, *Analisi e Valutazione delle Politiche Pubbliche*, op. cit., p. 19.

⁵⁶⁵ Resta fermo il fatto che ogni analisi di questo tipo non può che fondarsi su scenari ipotetici, che non possono per loro natura rendere la certezza piena sulla forma che prenderanno i fenomeni economici e sociali intorno alla politica considerata. L'operazione è comunque da preferire all'assenza di qualsiasi analisi, che condannerebbe ad un apprendimento da parte del decisore soltanto a seguito del rischioso giudizio dei fatti, quando in alcuni casi potrebbe essere troppo tardi per porre rimedio alle imperfezioni più vistose di una politica.

nella vacua e pedestre ripetizione dei corroborati argomenti in maniera pertinente già adottati da altri e che peraltro abbiamo in parte riportato quando discutevamo della *ratio* che animava le diverse norme in tema di risoluzione.

Piuttosto, se è vero che ci si soffermerà sui soli aspetti che potrebbero comportare alcune difficoltà, la scelta deve essere ricondotta ad un nostro personale convincimento circa il compito dello studioso nei riguardi del progredire dell'umano sapere, il quale si sostanzia nell'essere costantemente critico anche nei confronti del più consolidato dei saperi, che egli non si stancherà mai di sottoporre all'inesorabile vaglio dei fatti⁵⁶⁶. In maniera coerente con un approccio empirico allo studio dei fenomeni economici e sociali, un'analisi sulle politiche, che voglia estendere lo sguardo al di là della carta su cui sono stampati i bollettini e le gazzette ufficiali, per leggere il dato che emerge dalla dimensione reale, dovrà confrontarsi con il tema centrale delle conseguenze inintenzionali di azioni intenzionali⁵⁶⁷, il quale ha un risvolto decisamente immediato sull'analisi delle politiche, nella misura in cui - come scrive Karl Popper - anche le istituzioni che sorgono in seguito ad un preciso disegno da parte del decisore e non si pongono quindi come risultato del tutto accidentale, sono in realtà il frutto della sedimentazione sull'originale progetto delle numerose ulteriori interazioni che intervengono nel mondo empirico⁵⁶⁸. In altre parole non è ravvisabile una

⁵⁶⁶ Tale impianto, che essendo coerente peraltro con la logica probabilistica della scienza contemporanea, adusa anche nelle scienze dure ad abbandonare le granitiche certezze del determinismo classico, meglio si adatta all'analisi dei mutevoli fenomeni delle scienze sociali, può essere ricostruito nei suoi tratti essenziali attraverso le seguenti opere: Popper K.R., 1934, *Logik der Forschung*, Mohr Siebeck, Heidelberg, Germania, tradotto in Italiano come *Logica della Scoperta Scientifica*, Einaudi, Torino, 1970; Popper K.R., 1963, *Conjectures and Refutations*, traduzione italiana come *Congetture e Confutazioni*, Il Mulino, Bologna, 1972.

⁵⁶⁷ Al di là delle tesi ivi sostenute sulla genesi del capitalismo, il concetto di azioni inintenzionali di azioni intenzionali è ampiamente trattato in Weber M., 1904, *Die protestantische Ethik und der Geist des Kapitalismus*, tradotto come *L'etica protestante e lo spirito del capitalismo*, Sansoni, Firenze, 1965. Per una approfondita rassegna dell'utilizzo da parte di autori classici del pensiero politico, economico e sociale del predetto paradigma, si vd. De Mucci R., 2009, *Micropolitica*, Rubbettino, Soveria-Mannelli.

⁵⁶⁸ Popper K.R., 1945, *The Open Society and its Enemies*, tradotto come *La società aperta e i suoi nemici*, Armando, Roma, 1974, pp. 124 - 125: «Bisogna riconoscere che la struttura del nostro ambiente sociale è, in un certo senso, fatta dall'uomo; che le istituzioni e le tradizioni umane non sono il lavoro né di Dio né della natura, ma i risultati di azioni e decisioni umane, e alterabili da azioni e decisioni umane. Ma ciò non significa che esse siano [...] coscientemente progettate e spiegabili in termini di bisogni, speranze e moventi. Al contrario, anche quelle che sorgono come risultato di azioni umane coscienti e intenzionali sono, di regola, i sottoprodotti indiretti, inintenzionali e spesso non voluti di tali azioni [...]; possiamo aggiungere che anche la maggior parte delle poche istituzioni che sono state progettate coscientemente e hanno avuto successo (per esempio, una università di nuova fondazione o un sindacato) non risultano pienamente conformi al

corrispondenza piena fra bisogni sociali, obiettivi di policy e risultati prodotti, giacché attraverso il ciclo della politica interverranno fattori esterni, che momento per momento apporteranno nuovi elementi o forzeranno diverse azioni, rispetto a quanto originariamente prospettato.

Per questi motivi ci concentreremo in misura prevalente intorno agli spazi lasciati aperti ad effetti che possono trascendere l'impatto previsto dell'applicazione dello strumento del salvataggio interno. Tali effetti possono poi, secondo una mera logica classificatoria, essere distinti in due grandi categorie. La prima riguarderà i profili di criticità che attengono alla formulazione stessa dello strumento del salvataggio interno. Li chiamiamo dunque criticità intrinseche (o criticità di formulazione), anche se occorre fare attenzione all'uso di tale attributo. Non si tratta per vero di debolezze che attengono alla formulazione in sé e per sé del *bail-in*, quanto ai problemi che si evidenziano nella formulazione normativa, in rapporto ad altre previsioni ugualmente esistenti. Il carattere di intrinsecità deve quindi essere ravvisato nel fatto che tali possibili problemi riguardino ancora la politica di risoluzione, pur nel contesto delle altre previsioni attinenti al mondo finanziario, prima che questa entri in relazione con gli operatori economici.

Un secondo ordine di criticità può invece profilarsi logicamente un poco più all'esterno rispetto ai problemi che riguardano la formulazione della politica e coinvolgere invece le potenziali reazioni degli operatori ad una procedura di risoluzione. A queste due categorie corrispondono anche diversi margini di intervento. Nel primo caso infatti sono in questione le strutture di incentivi e disincentivi predisposte dalla normativa in vigore e si tratta di ragionare su quali conseguenze nel concreto possano sortire determinate previsioni, se considerate non isolatamente, bensì nel panorama di quello che è oggi l'ordinamento creditizio. Di rimando anche per il decisore sarà relativamente (salvo ovviamente le difficoltà procedurali all'interno di un diritto europeo di armonizzazione che deve fare i conti con i *desiderata* dei diversi governi nazionali) più semplice porre rimedio a tali inconvenienti, giacché sarà sufficiente variare la predetta struttura di incentivi e disincentivi, attraverso la revisione del contesto normativo in cui si inserisce il salvataggio interno.

progetto: anche in questo caso a causa delle inintenzionali ripercussioni sociali risultanti dalla loro creazione intenzionale»

Operazione più ambiziosa è invece quella di cercare di stimare quali possano essere le reazioni da parte degli operatori e quali di conseguenza le ricadute sulla possibilità di conseguire gli obiettivi prefissati. Si tratta qui in particolare di lavorare attraverso ipotesi e di utilizzare i dati empirici disponibili, senza tuttavia vantare eccessive pretese di esaustività riguardo le innumerevoli circostanze non previste che potranno prodursi nel contesto dell'effettiva applicazione dello strumento, le quali peraltro più che ad un'analisi sullo strumento apparterranno più propriamente ad una valutazione complessiva *ex post* della politica di risoluzione.

Un'ultima avvertenza va tuttavia formulata rispetto a questa distinzione fra criticità intrinseche ed estrinseche. La divisione proposta attiene a criteri puramente logico-formali, i quali non presentano ricadute concrete sul piano temporale. In altre parole si è scelto di trattare questi problemi secondo un ordine arbitrario, benché motivato dai criteri sopra esposti, sebbene questo nulla ci dica sull'*an*, sul *quomodo*, e sul *quando* eventuali problemi possano manifestarsi (rectius: non è possibile a monte sapere se, come e quando i problemi evidenziati si manifesteranno); cosicché pare più opportuno rispetto ad un ordine completamente casuale, ordinare i problemi considerati a seconda della loro maggiore o minore vicinanza rispetto ai due poli ideali della formulazione normativa e del comportamento degli operatori.

III.2.a. La sentinella cieca: difficoltà nell'azione di monitoraggio da parte dei creditori

Si ricorderà che si era innanzi affermato, quando si discuteva degli obiettivi del salvataggio interno, che uno dei fini che tale strumento si propone di raggiungere è quello di sollecitare un controllo sugli impieghi delle banche da parte dei portatori di interesse, al di là di quello tradizionalmente operato dai detentori di capitale di rischio. L'idea di per sé brilla per la sua semplicità adamantina: se un creditore, a qualsiasi titolo, sa che dovrà rispondere del dissesto del debitore, sarà in questo modo incentivato a sorvegliare affinché quest'ultimo ponga in essere tutti i comportamenti che gli permettano di assolvere il proprio debito. In un contesto di salvataggi pubblici invece tale incentivo non era presente, dal momento che anche in caso di difficoltà da parte della banca si sarebbe «surrogato» il garante pubblico, sicché i creditori potevano sentirsi deresponsabilizzati, dietro la ragionevole

aspettativa che i loro crediti sarebbero stati in ogni caso ripagati⁵⁶⁹. Di conseguenza, proprio in ragione dello sperato cambiamento nel rapporto fra creditore e debitore, si può ascrivere il monitoraggio da parte dei portatori di interesse fra gli obiettivi di *policy*, nella misura in cui come abbiamo chiarito nelle righe introduttive al presente paragrafo, una politica pubblica si pone sempre come fine di modificare l'ambito in cui interviene, rispetto a come esso si sarebbe presentato in assenza della politica stessa.

Resta tuttavia da chiarire, senza fare questione della bontà del fine supposto, se l'obiettivo possa essere effettivamente perseguito o meno. A tale proposito occorre muovere da una semplice considerazione. Da un lato è vero che «trasformare un credito [de facto] garantito in un credito assoggettabile al salvataggio interno dovrebbe incentivare i creditori ad assumere una funzione di controllo, giovando in tal modo a ristabilire una disciplina di mercato»⁵⁷⁰; dall'altro tuttavia questa non è l'unica conseguenza che produce la predisposizione del salvataggio interno. Per quanto discuteremo con più precisione nella parte terza di questo capitolo, già in partenza era credibile ipotizzare che esso avrebbe indotto una riallocazione dei titoli assoggettabili nei portafogli degli operatori economici. Per essere semplici, il maggiore grado di rischio incorporato in titoli che possono essere oggetto di conversione, di svalutazione quando non di cancellazione, determina la conseguenza che essi siano più appetibili per quegli attori maggiormente avvezzi a trattare con il rischio e quindi in primo luogo dei fondi pensione e assicurativi.

⁵⁶⁹ Sul punto può essere utile la lettura, sebbene in chiave critica, di Persaud A., 2014, *Why bail-in securities are fool's gold*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, n. 14/23, e soprattutto di p. 2: «The case for bail-in securities is that bailouts create “moral hazard,” i.e., they encourage reckless lending by banks in the secure knowledge of a rescue if desperate times ensued. Bailouts also allow depositors, creditors, and investors to relax their monitoring of banks knowing that taxpayers will foot the bill if things fell apart».

⁵⁷⁰ Cfr. Avgouleas E. et Goodhart C., 2016, *Critical Reflections on bail-in*, articolo apparso su «Journal of Financial Regulation», n. 1/2015, pp. 3 - 29; p. 4: «Turning unsecured debt into bail-in-able debt should incentivize creditors to resume a monitoring function, thereby helping to restore market discipline». In maniera analoga, sebbene con formulazione un poco più ampia, gli stessi autori si esprimevano in Avgouleas E. et Goodhart C., 2014, *A critical evaluation of bail-in as a bank recapitalisation mechanism*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 10065, p. 2: «Turning unsecured debt into bail-in-able debt should incentivize creditors to resume a monitoring function, thereby helping to restore market discipline. For example, as the potential costs of bank failure would fall on creditors, in addition to shareholders, such creditors should become more alert about the levels of leverage the bank carries». In ambito americano, con riferimento quindi al *bail-in* per come inteso dal *Dodd Frank Act*, il discorso è affrontato da Coffee J.C. Jr., 2011, *Systemic risk after Dodd-Frank: contingent capital and the need for regulatory strategies beyond oversight*, articolo pubblicato su «Columbia Law Review», Vol. 111, n. 4, pp. 795 - 847.

Accanto a questi si colloca - a determinate condizioni⁵⁷¹ - una platea potenzialmente ampia di risparmiatori di minori dimensioni, che tradizionalmente hanno fatto ricorso alle passività bancarie come mezzo di investimento, che possono certamente aver ridotto per via dell'accresciuto rischio in portafoglio la domanda di tali titoli, ma che non per questo hanno abbandonato del tutto la quota in loro possesso dei suddetti, che anzi è tuttora decisamente elevata fra le famiglie⁵⁷². Per contro le strette regole di capitalizzazione imposte agli enti creditizi dal più volte menzionato pacchetto CRDIV/CRR, in ragione della ponderazione al rischio delle attività detenute, rendono sicuramente meno appetibili rispetto a passato i titoli bancari agli occhi degli investitori istituzionali. Se questo è il quadro, allora rimane realistico supporre che una buona fetta di detentori di titoli bancari sia costituita proprio da risparmiatori o da fondi di piccole dimensioni⁵⁷³. A stare all'obiettivo del salvataggio interno sopra descritto, a costoro verrebbe richiesto di essere vigili sulla gestione della banca di cui detengono i titoli; tuttavia a questa pretesa, si oppone il problema per cui valutare lo stato di salute di una banca non è certamente operazione alla portata di chiunque. Ad un livello basilare si tratterebbe almeno di prendere in mano bilanci e relazioni annuali e fra le innumerevoli informazioni riportate, saper selezionare quelle più rilevanti ai fini di trarre un giudizio sulla gestione complessiva dell'ente. Per immaginare che il salvataggio interno raggiunga il fine del monitoraggio da parte dei creditori, bisognerebbe pertanto essere in grado di affermare che almeno la maggior parte di questi indiretti destinatari della nuova normativa di risoluzione, sia in grado di portare a termine un'operazione del genere. Tale presunzione invero, oltre ad essere piuttosto distante dall'esperienza reale, pecca almeno di una certa ingenuità, se non forse di una completa disattenzione rispetto alla natura in carne ed ossa da parte dei soggetti indistintamente chiamati a questo monitoraggio diffuso. Al contrario non sono mancati rilievi critici circa il fatto che se anche il *bail-in* sia teso a suscitare un monitoraggio costante da parte dei creditori, l'obiettivo parrebbe essere destinato a rimanere nei termini di un

⁵⁷¹ Le condizioni sono quelle imposte dalla profilazione del cliente di cui si discute nel paragrafo III.2.b.

⁵⁷² Vd. *infra* III.3.b.1.

⁵⁷³ Questa ipotesi verrà vagliata dal riscontro con il dato empirico nella parte seconda del presente capitolo.

semplice auspicio del decisore più che a diventare una conseguenza vera e propria dell'introduzione del salvataggio interno⁵⁷⁴. Per i piccoli investitori inoltre, se non proprio in difetto di competenze derivanti da un'opportuna educazione finanziaria, assumono particolare valore le indicazioni che ci provengono dagli studi empirici comunemente ascritti alla branca della finanza comportamentale⁵⁷⁵. In particolare

⁵⁷⁴ Sul punto si sono espressi con argomentazioni allineate a quanto espresso nel presente capitolo Avgouleas E. et Goodhart C., 2016, *Critical Reflections on bail-in*, op. cit., p. 15: «While this is a valid point, the counterargument is that charities, small- or medium-size pension funds, or individual savers, for example, via pension funds, do not really have the expertise to act as effective bank monitors». In ambiente italiano critiche identiche sono state sollevate ad esempio da Baglioni A., 2016, Unione Bancaria Europea: i problemi ancora aperti, articolo apparso su «Osservatorio Monetario», n. 2/2016, pp. 3 - 11. Si legge infatti a p.4 che: «Nonostante il principio del *bail-in* sia condivisibile, [...] la applicazione concreta di quel principio si è rivelata problematica, per diversi motivi. Il primo aspetto critico è l'applicazione del *bail-in* alla clientela al dettaglio. Essa presuppone una livello di informazione e di capacità di valutazione del rischio, da parte dei piccoli risparmiatori, superiore a quella realisticamente ipotizzabile. E' difficile che un cliente *retail* sia in grado di valutare il rischio di dissesto di una banca e soprattutto, quale sarebbe in tale caso la distribuzione delle perdite tra i diversi *stakeholders* della banca stessa, sulla base dell'ordine predisposto dalla BRRD».

⁵⁷⁵ La letteratura sul tema è particolarmente ampia, anche se talvolta non immune da critiche. Nel limitarsi a riportare alcuni dei lavori che hanno segnato l'evoluzione della disciplina, il lettore che volesse approfondire la tematica in oggetto potrebbe riferirsi a Watson J.B., 1913, *Psychology as a behaviorist view*, in «Psychological Review», Vol. 20, n. 2, pp. 158 - 177 (circa l'alveo originario della psicologia comportamentista); Simon H.A., 1947, *Administrative behavior; a study of decision-making processes in administrative organization*, Macmillan Co., New York; Id., 1950, *Public Administration*, Knopf, New York; Id., 1957, *Models of man: social and rational; mathematical essays on rational human behavior in society setting*, Wiley, New York (in questo caso ancora sul processo decisionale all'interno dell'amministrazione, utile sul versante dell'analisi delle politiche pubbliche). L'approccio di euristiche e *bias*, così come la teoria del prospetto, si devono invece soprattutto ad Amos Tversky e Daniel Kahneman. In argomento si veda Tversky A. et Kahneman D., 1973, *Availability: a heuristic for judging frequency and probability*, articolo pubblicato in «Cognitive Psychology», Vol. 2, n. 5, pp. 207 - 232; Tversky A. et Kahneman D., 1979, *Prospect Theory: an analysis of decision under risk*, in «Econometrica», Vol. 47, n. 2, pp. 263 - 291; Tversky A. et Kahneman D., 1981, *The framing of decision and the psychology of choice*, in «Science», Vol. 211, n. 4481, 30 gennaio 1981, pp. 453 - 458. Per applicazioni più incentrate sullo studio dei mercati finanziari, ci si può invece ricondurre a De Bondt W.F. et Thaler R., 1985, *Does the stock market overreact?*, in «The Journal of Finance», Vol. 40, n. 3, pp. 793 - 805; De Bondt W.F. et Thaler, R.H., 1987, *Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality*, articolo contenuto in «Journal of Finance», Vol. 42, n. 3, pp. 557 - 581; Shefrin H., 2000, *Beyond fear and greed: Understanding behavioral finance and the psychology of investing*, HBS, Boston. Specificamente sulla propensione al rischio sono invece Benartzi S. et Thaler R.H., 1995, *Myopic loss aversion and the equity premium puzzle*, in «The quarterly journal of Economics», Vol. 110, n. 1, pp. 73-92; Kühberger A. et Schulte-Mecklenbeck M. et Perner J., 1999, *The effects of framing, reflection, probability, and payoff on risk preference in choice tasks*, in «Organizational behavior and human decision processes», Vol. 78, n. 3, pp. 204-231; Haigh M.S. et List J.A., 2005, *Do professional traders exhibit myopic loss aversion? An experimental analysis*, in «The Journal of Finance», Vol. 60, n.1, pp. 523 - 534; Oechssler J. et Roider A. et Schmitz P.W., 2009, *Cognitive abilities and behavioral biases*, in «Journal of Economic Behavior and Organization», Vol. 72, n. 1, pp. 147-152. Sull'effetto isolamento vd. Maines L. A. et McDaniel L. S., 2000, *Effects of comprehensive-income characteristics on nonprofessional investors' judgments: The role of financial-statement presentation format*, in «The Accounting Review», Vol. 75, n. 2, pp. 179 - 207; Jegadeesh N. et Titman S., 2001, *Profitability of momentum strategies: An evaluation of alternative explanations*, in «The Journal of Finance», Vol. 56, n. 2, pp. 699-720. Inoltre riguardanti in particolare le scelte di portafoglio sono Gadarowski C., 2002, *Financial press coverage and expected stock returns*, in Atti del Convegno «EFMA 2002 London

tali soggetti agirebbero secondo canoni differenti da quelli tipici della razionalità economica - si parla in genere di «razionalità limitata»⁵⁷⁶ - per via dell'accumularsi di errori cognitivi (*bias*) e di strategie di comportamento «precofenzionate» (euristiche), che sebbene possano risultare utili espedienti intuitivi nel superamento degli ostacoli del vivere quotidiano (quando si associa per esempio una certo colore del cielo ed una certa temperatura alla possibilità di pioggia e ci si premunisce di un ombrello), rischiano invece di distorcere le scelte in materia di investimento. Non pare pertanto che sia il piccolo risparmiatore il soggetto più qualificato per poter monitorare efficacemente la gestione delle banche. A questi argomenti ci permettiamo inoltre di aggiungere che, anche nel caso in cui i soggetti in questioni fossero dotati delle competenze idonee a trarre valutazioni di questo tipo e la loro analisi non sia inficiata da errore alcuno di tipo cognitivo, ugualmente potrebbero non essere propensi a farsi carico del monitoraggio che si chiede loro. Effettuare una valutazione di questo tipo è infatti un'azione costosa, almeno in termini di tempo e se l'interesse da tutelare non è decisamente elevato, può darsi che anche individui perfettamente razionali preferiscano spendere il proprio tempo per produrre reddito, che non per tutelare il valore di titoli in portafoglio. Il ragionamento rimane tuttavia meramente speculativo, dal momento che a monte permangono i numerosi limiti alla razionalità economica dei singoli risparmiatori. Più realisticamente può ritenersi che attori di questo tipo possano avere, magari per effetto di una massiccia copertura mediatica, una vaga idea dell'effettivo grado di rischio di alcune particolari categorie di titoli bancari, accresciuto in passato per via dell'ingresso delle nuove regole così come in futuro potrebbe aumentare in corrispondenza di situazioni di particolare difficoltà della banca, ma anziché impegnarsi in un difficoltoso monitoraggio, preferiscano cedere parte delle proprie posizioni, sentendosi in tal modo assicurati.

Al contrario gli investitori istituzionali sono più agevolati a non cadere in errori di questo tipo, dal momento che i difetti cognitivi individuali possono in qualche modo essere mitigati dal concorso di più soggetti professionalizzati e riuniti nelle maglie di un'organizzazione. Per contro gli investitori di questo tipo oltre ad

Meetings»; Barber B.M. et Odean,T., 2008, *All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors*, in «Review of Financial Studies», Vol. 21, n. 2, pp. 785-818. In ambito italiano sui temi dianzi elencati si segnala Oliverio A., 2012, *Dall'imitazione alla Cooperazione: la ricerca sociale e le sue sfide*, Bollati Boringhieri, Torino.

⁵⁷⁶ Simon H.A., 1982, *Models of bounded rationality*, Cambridge, Massachusetts, MIT Press

essere, per come già abbiamo mostrato, i potenziali soggetti meno attratti dall'acquisto di passività *bail-inable*, non paiono essere nemmeno i destinatari del controllo diffuso che aveva in mente il decisore della BRRD, dal momento che per questo tipo di investitori esistono già le sedi di raccordo di categoria per sollecitare eventuali controparti alla tenuta di determinate condotte.

Dunque l'obiettivo del monitoraggio diffuso pare essere inficiato da un lato da attori che dovrebbero esercitarlo, ma non ne hanno le capacità, dall'altro da attori che ne avrebbero le capacità, ma possono esercitarlo solo in parte. Ad un'osservazione più attenta inoltre i problemi non paiono arrestarsi a questa soglia. Immaginiamo per ipotesi che la previsione si cali su un mondo perfetto, composto da attori pienamente razionali sotto il profilo economico e non oppressi dal dover lavorare per vivere. In questo mondo di dei ciascuno sarà impegnato a valutare con attenzione le proprie scelte di investimento, che certamente riguarderanno anche le obbligazioni bancarie. Ebbene, anche in un paradiso del genere l'obiettivo di monitoraggio diffuso incontrerebbe seri ostacoli⁵⁷⁷. In primo luogo esiste un considerevole limite all'informazione disponibile, che non dipende dalle capacità cognitive dell'interprete. A seconda infatti di come un medesimo dato viene inquadrato, ne possono scaturire informazioni (*rectius*: indicazioni) non coincidenti. Si tratta in buona sostanza del dilemma antico quanto l'uomo del «bicchiere mezzo vuoto o mezzo pieno». Infatti al di là di quanto le banche sono tenute a pubblicare per le norme in materia di bilanci e di trasparenza, la scelta di come poi effettivamente provvedere a tale pubblicazione rimane comprende margini non trascurabili di autonomia dei soggetti in questione. Si badi bene, questo può avvenire anche in un contesto come quello attuale in cui la reportistica annuale delle banche che operano nell'Unione Europea è piuttosto standardizzata. Per contro una piena comparazione (operata da soggetti sotto l'ipotesi di perfetta razionalità), che possa permettere di conseguenza una valutazione circa il soggetto nei cui titoli si è investito, sarebbe operabile soltanto in un contesto di moduli precompilabili ed identici, privi peraltro di qualsiasi commento. Saremmo in questo caso però molto distanti dalla realtà e dalle opzioni realmente praticabili,

⁵⁷⁷ Sulle barriere informative e legali all'azione di monitoraggio da parte dei portatori di interesse si veda Avgouleas E. et Cullen J., 2014, *Market Discipline and EU Corporate Governance Reform in the Banking Sector: Merits, Fallacies, and Cognitive Boundaries*, articolo apparso su «Journal of Law and Society», vol. 41, Corporate Governance Symposium special issue, pp. 28-50.

soprattutto perché scendendo dall'iperuranio dei risparmiatori ideali al mondo in carne ed ossa, *a priori* mancherebbero le competenze per dare significato ai dati contenuti in detti moduli, per come abbiamo evidenziato nella prima parte del presente paragrafo. Cadiamo quindi in un circolo vizioso: o il dato grezzo senza commenti, ma con quasi nessun margine di interpretazione da parte di risparmiatori poco meno che eruditi in materia finanziaria, oppure l'informazione commentata, ma potenzialmente in grado di aggravare i deficit cognitivi della razionalità limitata⁵⁷⁸.

Oltre alla qualità, rilevarebbero per l'effettivo espletamento di questo monitoraggio diffuso anche il tipo di informazione e la tempistica con la quale la si riceve. Pur ammettendo che tutti i risparmiatori siano in grado di valutare lo stato di salute di una banca, permarrrebbe ancora un *vulnus* nella costruzione immaginata dal codecisore europeo. Le informazioni più rilevanti ai fini della comprensione della situazione di un ente o di un gruppo creditizio, sono quelle ottenute dall'autorità nell'ambito della vigilanza, dal momento che si tratta di informazioni raccolte da personale specializzato e di comprovata esperienza, in grado di selezionare i dati che servano per l'espletamento delle funzioni pubbliche affidate all'autorità cui appartengono. Tali informazioni sono tuttavia in gran parte coperte da segreto di ufficio⁵⁷⁹, il quale conosce alcune deroghe alla luce dei rapporti di collaborazione con le autorità giudiziarie o con altre autorità indipendenti, del proprio Paese o di un Paese straniero, ma non certamente nei riguardi di *quisque de populo*. Pertanto anche volendo effettuare il monitoraggio ed avendone le capacità, i risparmiatori potrebbero non entrare in possesso delle informazioni più salienti.

Oltre ad avere le informazioni giuste, per realizzare un'effettiva disciplina di mercato servirebbe anche averle per tempo. La velocità delle transazioni in un mondo finanziario profondamente interconnesso, può far sì che una relazione annuale in primavera sull'anno precedente sia già piuttosto datata sotto il profilo

⁵⁷⁸ Si tratta in altre parole del problema del *signaling* dell'informazione finanziaria, ampiamente trattato da Hellwig M.F., 2006, Market Discipline, Information Processing and Corporate Governance, Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Discussion Paper n. 155, Giugno.

⁵⁷⁹ In Italia ai sensi dell'Art. 7, c. 1 del D.Lgs. 385/1993, che così recita al primo periodo: «Tutte le notizie, le informazioni e i dati in possesso della Banca d'Italia in ragione della sua attività di vigilanza sono coperti da segreto d'ufficio anche nei confronti delle pubbliche amministrazioni, a eccezione del Ministro dell'economia e delle finanze, Presidente del CICR».

della gestione. La tempistica tuttavia non rileva soltanto sul fronte dell'informazione, ma anche su quello della reazione⁵⁸⁰, poiché per sottoporre la banca ad una minaccia credibile di punizione di comportamenti di azzardo deve essere possibile trasferire le risorse rapidamente ad altra destinazione. Ora, questa possibilità effettivamente esisterebbe per i depositi rimborsabili alla pari⁵⁸¹; eppure è facile argomentare che i depositanti siano coloro i quali potenzialmente ricoprono il ruolo più marginale nel monitoraggio. I depositi sotto la soglia dei 100.000 rimangono infatti intangibili, sicché non risentirebbero eccessivamente delle scelte imprudenti da parte della banca. Per i depositi sopra quella soglia il discorso in linea teorica sarebbe diverso, perché potremmo ritrovare quel rischio capace di stimolare il monitoraggio. Se tuttavia osserviamo questa situazione più da vicino, che cosa possiamo concludere circa i detentori di depositi sopra la soglia di garanzia? Da un lato, per come argomenteremo nella seconda parte di questo capitolo, l'aumento di rischio per i depositi sopra la soglia di protezione potrebbe non essere significativo, dunque *prima facie* l'immobilità di questi risparmiatori potrebbe apparire un'azione razionale. D'altro canto in un contesto di tassi di interesse molto bassi, la remunerazione sui depositi è quasi nulla, sicché mantenere cifre di questa entità a deposito comporta non trascurabili costi opportunità legati ai differenti impieghi a cui si potrebbero destinare. Un comportamento di questo tipo denoterebbe pertanto disattenzione rispetto alle

⁵⁸⁰ Admati A.R. et Hellwig M.F., 2013, *Does debt discipline bankers? An academic myth about bank indebtedness*, in Appendice a Idd., *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, pp. XXXVII. A p. X si legge che: «If investors receive the information in time and take their money out quickly, they can prevent the banker from misbehaving. In this setting, the ability to withdraw their funds at the right time makes investors willing to entrust the banker with their money». Si segnala questo saggio che con particolare chiarezza, tocca molti dei punti affrontati in questo paragrafo, facendo ricorso, per spiegare che cosa sostengono i teorici del monitoraggio diffuso, alla metafora dei genitori (risparmiatori) che devono controllare il figlio (banchiere) distante al *college*, la cui condotta cade spesso negli eccessi (intermediazione rischiosa) di una spensierata giovinezza. Gli autori hanno cura di spiegare tuttavia come mai la metafora trovi però difficile impiego nella realtà.

⁵⁸¹ Sulla base di questa possibilità si edificano appunto appunto le analisi incentrate sulla raccolta delle banche tramite depositi a vista ed effetti sulla *governance*. In proposito si veda Postlewaite A. et Vives X., 1987, *Bank runs as an equilibrium phenomenon*, pubblicato in «Journal of Political Economy», Vol. 95, n. 3, pp. 485 - 491; Chari V.V. et Jagannathan R., 1988, *Banking panics, information, and rational expectations equilibrium*, in «The Journal of Finance», Vol. 43, n. 3, pp. 749 - 761; Jacklin C.J. et Bhattacharya S., 1988, *Distinguishing panics and information-based bank runs: Welfare and policy implications*, articolo apparso su «Journal of Political Economy», Vol. 96, n. 3, pp. 568 - 592; Diamond D.W. et Rajan R.G., 2000, *A theory of bank capital*, articolo contenuto in «The Journal of Finance», Vol. 55 n. 6, pp. 2431 - 2465; Idd., 2001, *Banks and Liquidity*, articolo apparso su «The American Economic Review», Vol. 91, n. 2, pp. 422 - 425.

opportunità di investimento, piuttosto che il perseguimento di una strategia razionale volta a contenere il rischio, massimizzando la propria utilità. A maggior ragione parrebbe quindi essere abbastanza questionabile l'interesse da parte di questi soggetti ad effettuare un costante monitoraggio nei confronti della propria banca. Verrebbe in altri termini da domandarsi, con un pizzico di sarcasmo, se chi non è in grado di fare i conti in tasca propria, sia in grado di farli in tasca al banchiere.

Gli unici soggetti che possono quindi avere un incentivo tangibile a monitorare la gestione della banca, sembrerebbero quindi essere - al di là degli azionisti già contemplati nel vecchio sistema - i detentori delle altre passività assoggettabili a *bail-in*, gli obbligazionisti per intenderci. Il problema che sorge in questo caso è però quello per cui i titoli in questione sono solitamente oggetto della vendita *retail*, cosicché il singolo detentore di titoli si trova - tranne in situazioni di generalizzata sfiducia nei confronti di una banca capaci di ingenerare vendite massicce - in una situazione di disequilibrio rispetto al volume delle passività totali della banca⁵⁸². In questo modo, anche se una minoranza⁵⁸³ di investitori più accorti vendesse i propri titoli a causa di eccessive esposizioni da parte della banca, difficilmente questa misura sortirebbe effetti apprezzabili sul costo del finanziamento da parte del soggetto in questione, dal momento che le operazioni potrebbero passare inosservate sul mercato secondario e rimanere sostanzialmente sottotraccia.

Rebus sic stantibus l'obiettivo del monitoraggio diffuso sembra possa pervenire al più ad elemento simbolico⁵⁸⁴ della politica di risoluzione, capace quindi di

⁵⁸² Argomentazioni simili sono contenute in Admati A.R. et Hellwig M.F., 2013, *Does debt discipline bankers? An academic myth about bank indebtedness*, op. cit.

⁵⁸³ Si tratta in questo caso di uno scenario fisiologico, ovvero della situazione in cui determinati creditori vogliano sollecitare una condotta più prudente dell'intermediario, non già quando il dissesto è ormai altamente probabile; situazione questa per la quale non mancano in letteratura dubbi su possibili effetti di pro-ciclicità derivanti da vendite a ritmi sostenuti. Se infatti si diffondono timori circa la tenuta di un intermediario, allora in quel caso sarebbe assai probabile che anche il risparmiatore meno accorto cercherebbe di disfarsi dei propri titoli, con effetti tutto fuorché trascurabili; non sembra tuttavia questa la prospettiva del monitoraggio, che almeno nelle intenzioni del *policy-maker* dovrebbe aver luogo in circostanze ordinarie di operatività. Si rimanda in ogni caso a *infra* III.3.b.2.

⁵⁸⁴ Per gli elementi simbolici delle politiche pubbliche, Cfr. La Spina A. et Espa E., 2011, *Analisi e valutazione delle politiche pubbliche*, op. cit., in particolare p. 22: «Il punto è che vi sono politiche pubbliche che dichiarano sì certi obiettivi, ma poi non predispongono mezzi appropriati. [...] Una politica simbolica è una “tigre di carta”, come fu detto una volta di una delle prime autorità antitrust negli Stati Uniti: ruggisce, fa impressione, ma in realtà non morde». Chiariscono poi gli autori che

catalizzare il consenso della comunità scientifica sull'intento dichiarato di ridurre l'azzardo morale, mentre non pare - almeno in prima battuta - in grado di sortire effetti tangibili sulle scelte degli investitori e dei banchieri. Sembrerebbe quindi di voler innalzare ad allerta dei possibili scogli degli andamenti finanziari sentinelle inesperte, che per limitate capacità o per condizioni normative avverse, rischiano di finire per essere cieche.

III.2.b. Il futuro braccio destro della MiFID 2 e i suoi rapporti con il requisito minimo di passività ammissibili

Nel paragrafo precedente abbiamo lungamente discusso di come certe categorie di investitori siano gravate da particolari deficit cognitivi che rendono tali soggetti vulnerabili nel rapporto con gli intermediari. A questo proposito si ritiene doveroso passare in rassegna alcuni degli elementi cardine in materia di trasparenza e di regole di condotta sui mercati finanziari, soprattutto nella misura in cui tali obblighi possono entrare in relazione con il requisito minimo di passività ammissibili, che abbiamo trattato nella prima parte del presente capitolo. In particolare la ormai imminente entrata in vigore in tutti gli Stati dell'Unione della disciplina attuativa della Direttiva MiFID 2⁵⁸⁵, che andrà ad incidere in maniera profonda sulle norme in tema di trasparenza e di protezione dell'investitore non professionale, potrà costituire un utile controbilanciamento alle previsioni circa l'obbligo di detenere da parte delle banche un certo quantitativo di passività aggredibili in caso di dissesto o di rischio di dissesto.

Su come il complesso della Direttiva BRRD e della Direttiva MiFID 2 eriga in contrapposizione all'attuale sistema importato dalla prima MiFID, una particolare struttura di incentivi per le banche nella prestazione di servizi di investimento ci arriveremo in coda alla panoramica di seguito offerta; procediamo quindi ora con ordine, senza però la pretesa di ricostruire in questo paragrafo tutta l'evoluzione e

anche politiche di per sè provviste di opportuni mezzi, possono avere dimensioni simboliche, nella misura in cui esse «rassicurano molti cittadini nelle loro convinzioni» (ibid.), come quella nel caso di specie, condivisa soprattutto in ambito di letteratura, circa l'importanza del monitoraggio diffuso.

⁵⁸⁵ L'acronimo MiFID sta per *Markets in Financial Instruments Directive*. Con il termine MiFID 2 ci si riferisce in particolare alla Direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014.

tutto l'impianto delle norme in tema di trasparenza e regole di condotta⁵⁸⁶, giacché sarebbe questa un'operazione, che oltre a non rilevare in maniera determinante per gli obiettivi della analisi che stiamo conducendo, si rivelerebbe titanica sotto il profilo dell'ampiezza che vi andrebbe dedicata. Questo perché sotto il nome di trasparenza sono stati racchiusi metodi e tecniche assai eterogenei, frutto di successive esperienze applicative, di prove, parziali insuccessi e tentativi di porvi rimedio.

Nello scegliere unicamente i profili che più ci riguardano da vicino, potremmo ripartire l'ambito delle regole di condotta in tre grandi stagioni, che coinciderebbero la prima con l'identità fra trasparenza e informazione, seconda con la profilazione della clientela imposta dalla MiFID e la terza con la ventura *governance* di prodotto⁵⁸⁷.

A dispetto della formale parità fra le parti contraenti⁵⁸⁸ contemplata nelle norme di provenienza codicistica⁵⁸⁹, la progressiva finanziarizzazione dell'economia ha mostrato nella pratica⁵⁹⁰ un divario sempre più ampio fra le competenze dei soggetti professionali e quelle dei risparmiatori non dotati di specifiche

⁵⁸⁶ A chi fosse interessato ad approfondire l'argomento, si consiglierebbe la lettura di Pellegrini M., 2015, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, capitolo contenuto in Capriglione F., a cura di, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, CEDAM, Padova. Tale lavoro delinea una ricostruzione attenta dell'evoluzione dalle regole di trasparenza più tradizionali alle novità della MiFID. Quanto a MiFID 2 la questione è succintamente affrontata in maniera prospettica nel paragrafo intitolato «La tendenza verso una finanza comportamentale: cenni».

⁵⁸⁷ Si fa qui riferimento alla [financial] *product governance* imposta dalla MiFID 2. Occorre tuttavia non essere indotti dall'espressione a facili fraintendimenti. Benché alla lettera l'espressione «product» sia traducibile come prodotto, non si deve per questo ritenere che si tratti di una tecnica regolativa attraverso la fissazione di standard di prodotto, quanto piuttosto di veri e propri standard di processo (Sull'argomento vd. La Spina A. et Espa E., 2011, *Analisi e valutazione delle politiche pubbliche*, op. cit.). Il discrimine sta forse infatti nel termine *governance*, che nel suo significato di gestione/amministrazione non può non incidere sugli aspetti dell'*agere* degli intermediari, ai quali è infatti dedicata ampia parte.

⁵⁸⁸ Così come dimostra per esempio la norma sulla autonomia contrattuale (Art. 1322 c.c.), la quale per essere tale dovrebbe presupporre una contrattazione su un piede di parità fra le parti.

⁵⁸⁹ L'unica (limitata) eccezione è forse quella risultante dal combinato disposto degli articoli 1341 e 1342 del Codice Civile per quanto attiene alle condizioni dei contratti conclusi mediante moduli o formulari. In maniera ampia e approfondita vd. Lener G., 1996, *La nuova disciplina delle clausole vessatorie nei contratti dei consumatori*, articolo contenuto ne «Il Foro Italiano», Vol. 119, n. 4, pp. 145 - 146.

⁵⁹⁰ Così rilevò ai tempi, prima della forma embrionale della disciplina di trasparenza in materia bancaria contenuta nella L. 17 Febbraio 1992, n. 154, Costi R., 1989, *Informazione e mercato finanziario*, articolo pubblicato su «Banca Impresa Società», pp. 208 e ss.

conoscenze in materia di investimento. In un primo tempo tuttavia, nel solco di un'impostazione marcatamente neoclassica, il deficit della parte debole fu ascritto ad un tipo di asimmetria di natura informativa prima ancora che competenziale. La disciplina originaria, la quale peraltro, almeno nella sua forma primigenia, era principalmente rivolta alle banche⁵⁹¹, era quindi inerente soprattutto alla predisposizione di prospetti di dettaglio, all'interno dei quali inserire in maniera esaustiva le informazioni riguardanti il titolo oggetto di negoziazione. Al di là delle previsioni puntuali, per gran parte oggetto della disciplina secondaria delle autorità di settore, l'idea alla base di obblighi di siffatta natura era piuttosto semplice: il mercato reale era lontano da quello di concorrenza perché non era verificata l'ipotesi di perfetta informazione; pertanto se provvisti delle informazioni necessarie, i risparmiatori avrebbero certamente preso decisioni più coerenti con il proprio profilo di rischio e in ultima istanza il mercato stesso sarebbe stato condotto ad un'allocazione migliore dei titoli nei portafogli dei diversi operatori. L'argomento non era certo peregrino in senso teorico ed anzi sarebbe stato auspicabile che ciascun risparmiatore fosse provvisto di un'informazione ampia e approfondita sui titoli che sceglieva di acquistare; senonché i problemi si sono evinti sul piano della pratica. I risparmiatori in carne ed ossa hanno infatti a disposizione un tempo limitato da dedicare alla ponderazione delle proprie scelte di investimento, senza nulla dire circa le loro capacità di scelta. Per un impiegato la cui giornata lavorativa è di otto ore, l'utilità marginale di un'ora aggiuntiva di tempo libero può essere decisamente superiore al beneficio che ricaverebbe dall'impiegare lo stesso tempo nella lettura di un prospetto, soprattutto se le alternative a lui proposte presentano rendimenti e rischi affini, per cui la posta in gioco nello scegliere un titolo piuttosto che un altro non è certamente elevata. Nel tempo si è dunque rivelata per vera anche in questo

⁵⁹¹ Per quanto concerne la trasparenza nell'attività bancaria, essa permane quindi all'interno del TUB, differentemente dalla disciplina primaria per la generalità dei soggetti che esercitano determinate attività finanziarie, che è ricompresa all'interno del D.Lgs. 58/1998 (Testo Unico della Finanza). Quanto alle norme contenute nel Testo Unico Bancario al Titolo VI possiamo distinguere intanto fra i profili della trasparenza in fase precontrattuale o di pubblicità (Art. 116 TUB) e trasparenza in fase contrattuale. Quest'ultima può a propria volta essere ripartita fra le norme riguardanti il contratto e le sue clausole in senso stretto (soprattutto 117 e 118 TUB) e le norme più in generale attinenti alla condotta della banca e alle condizioni economiche (soprattutto 117-bis, 119, 120 TUB). Accanto poi alla trasparenza dell'attività bancaria trovano poi spazio direttamente nel Testo Unico le norme attinenti ai tre profili specifici del credito immobiliare ai consumatori (recentemente inserito al Capo I-bis dal D.Lgs. 21 aprile 2016, n. 72, cd. «Decreto Mutui»), del credito ai consumatori, e dei servizi di pagamento.

ambito la considerazione di ordine generale per cui dell'informazione più che la quantità rileva soprattutto la qualità⁵⁹². Peraltro i timori legati ai *crack* come quello dell'Argentina avevano viepiù palesato il piccolo risparmiatore come parte debole e bisognevole di tutela. Soprattutto si rivelò traballante il mito per cui un buon livello di protezione fosse garantito da un'informazione adeguata. «Adeguata per chi?» - Questa è stata forse la grande domanda che ha condotto alla predisposizione della Direttiva MiFID. Uno stesso dato può infatti dar luogo ad una diversa informazione (o non dar luogo a nessuna informazione punto) a seconda di chi è chiamato ad interpretarlo; cosicché un'informazione standardizzata - peraltro spesso di natura estremamente tecnica e dettagliata - essendo per sua natura «a taglia unica», difficilmente avrebbe potuto soddisfare allo stesso modo una platea tanto eterogenea di destinatari. Si comprese pertanto l'esigenza di discernere fra i diversi tipi di investitore e a questo provvede la prima direttiva MiFID⁵⁹³, la quale distinse fra clienti al dettaglio (*retail*), clienti professionali e controparti qualificate.

Nella prima categoria, quella dei clienti al dettaglio, rientrano tutti quei soggetti che non siano clienti professionali o controparte qualificata⁵⁹⁴. In quanto categoria residuale, è questa quella atta a raccogliere la generalità delle controparti, che non dispongano di idonei titoli per essere ascritti alle categorie superiori. Va da sé che nei riguardi questi soggetti, a differenza degli altri di cui diremo fra poco, si applica il massimo grado possibile di tutela, sotto il profilo tanto della trasparenza quanto soprattutto delle regole di condotta, per cui andranno effettuate le valutazioni di adeguatezza e di appropriatezza⁵⁹⁵ rispetto alle scelte di investimento. Con la

⁵⁹² Per assolvere a queste esigenze sono stati previsti i documenti di sintesi e le guide pratiche. Sul punto vd. Urbani A., *La «Trasparenza» nello svolgimento dell'attività*, capitolo contenuto in Capriglione F., a cura di, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, Cedam, Padova, pp. 505 - 519.

⁵⁹³ Si tratta della Direttiva 2004/39/CE, del 21 Aprile 2004.

⁵⁹⁴ Cfr. D.Lgs. 58/1998, Art. 1, c. 1, lett. m-duodecies), per come oggi modificata dall'Art. 1 del D.Lgs. 44/2014.

⁵⁹⁵ I due termini non sono sinonimi, per via della distinzione introdotta dalla disciplina MiFID. Per una spiegazione semplice della differenza può essere utile leggere Civale F., 2009, *MiFID: la tutela del cliente, adeguatezza e appropriatezza*, articolo pubblicato su «ABCRisparmio», 11 Giugno. In maniera più precisa e rigorosa si vd. invece Sangiovanni V., 2010 *L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid*, articolo contenuto in «Corriere Giuridico», n. 10/2010, pp. 1389 - 1394. Il tema è altresì toccato in Id., 2008, *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MIFID*, in «Giurisprudenza italiana», n. 3/2008, pp. 785 e ss.

valutazione di appropriatezza si intende una valutazione di tipo generalizzato⁵⁹⁶, effettuata in relazione al prodotto o al servizio di investimento, anche in base alle informazioni già possedute da parte dell'intermediario. L'adeguatezza è invece parametrata alla singola operazione nel quadro del servizio di gestione del portafoglio e alla sua valutazione⁵⁹⁷ con esito negativo fa riscontro il divieto di eseguire operazioni non adeguate al profilo di rischio del cliente⁵⁹⁸. Nondimeno tale divieto può essere superato attraverso apposita autorizzazione del cliente⁵⁹⁹.

Le valutazioni di cui sopra non sono necessarie, se non in forma sommaria, per le categorie superiori, per le quali le idonee competenze finanziarie possono essere presunte. La prima delle due categorie, quella degli investitori professionali⁶⁰⁰, è una classe di soggetti composita, all'interno della quale può essere operata una duplice distinzione fra soggetti privati⁶⁰¹ e fra soggetti pubblici⁶⁰², così come per ciascuno dei due gruppi fra soggetti di diritto e soggetti su richiesta. Sono clienti professionali privati di diritto le banche, le imprese di investimento, gli istituti finanziari autorizzati o regolamentati, le imprese di assicurazione, gli organismi di investimento collettivo e le relative società di gestione, i fondi pensione e le società di gestione di tali fondi, i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci, i soggetti che svolgono esclusivamente la negoziazione per conto

⁵⁹⁶ Cfr. art. 19, p. 5, della Direttiva MiFID 2004/39/CE et Art. 36, della Direttiva MiFID (modalità di esecuzione) 2006/73/CE. Nella disciplina di dettaglio la valutazione di appropriatezza è descritta dall'Art. 42, c. 1 del Reg. Consob n. 16190/2007, cd. Intermediari. Da notarsi come la mancata trasmissione delle informazioni rilevanti da parte del cliente, pur dando luogo a comunicazione da parte dell'intermediario circa l'impossibilità di effettuare la valutazione, non pare avere effetti preclusivi sulla genesi del rapporto.

⁵⁹⁷ Di cui all'Art. 35 della Direttiva 2006/63/CE e in guisa di principio all'Art. 19 della Direttiva 2004/39/CE.

⁵⁹⁸ Previsto all'Art. 29, c. 1 del Reg. Consob 11522/1998.

⁵⁹⁹ *Ivi*, c. 3

⁶⁰⁰ Alla categoria dell'investitore professionale è stata peraltro equiparata con Delibera Consob 18079 del 20 gennaio 2012 la figura dell'investitore qualificato, prevista all'Art. 34-ter del Regolamento Emittenti 11971/1999.

⁶⁰¹ Cfr. Art. 6, c. 2-quinquies del D.Lgs. 58/1998 che delega alla Consob sentita la Banca d'Italia il compito di individuare con regolamento tali soggetti. La delega è stata esercitata con l'adozione del Reg. Consob n. 16190 del 29 Ottobre 2007.

⁶⁰² *Ivi*, c. 2-sexies. In questo caso la delega - per i soli soggetti di diritto interno - è conferita al Ministero dell'Economia e delle Finanze, sentite la Banca d'Italia e la Consob. La delega è stata esercitata con l'adozione del Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 236 dell'11 Novembre 2011.

proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia, gli agenti di cambio⁶⁰³ insieme ad altri investitori istituzionali ed altri soggetti individuati in ragione di specifiche qualità, fra cui le imprese che congiuntamente posseggano almeno due delle caratteristiche di un totale attivo di bilancio pari almeno a 20.000.000 €, un fatturato annuo maggiore o uguale a € 40.000.000 o fondi propri pari o superiori a 2.000.000 €. Possono poi avanzare richiesta per essere trattati come clienti professionali⁶⁰⁴, purché anche in questo caso siano rispettati almeno due dei seguenti tre criteri: 1. il cliente abbia effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione e con una frequenza media di dieci operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti all'avanzamento della richiesta; 2. il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, ivi compresi i depositi in contante, superi i 500.000 €, 3. il cliente lavori da o abbia lavorato per almeno un anno nel settore finanziario, purché in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti. Sono invece clienti professionali di diritto, ma di natura pubblica, i governi nazionali e regionali, gli enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sovranazionali (fra cui la Banca Mondiale, il Fondo Monetario Internazionale, la BCE e la Banca Europea degli Investimenti)⁶⁰⁵. Possono poi avanzare richiesta per essere trattati alla stregua di investitori professionali altri organismi pubblici, avanzando opportuna istanza⁶⁰⁶. Infine la

⁶⁰³ La categoria è stata soppressa attraverso un meccanismo di blocco all'entrata di nuovi soggetti per effetto della L. 2 gennaio 1991, n. 1, cd. «Legge sulle SIM». Ai tempi del recepimento della MiFID tuttavia alcuni soggetti erano ancora in attività; di qui la scelta di includerli fra i soggetti professionali di diritto.

⁶⁰⁴ Cfr. Allegato 3.II del Regolamento Intermediari, che si rimodella sul punto II.1 dell'Allegato II della Direttiva 2004/39/CE.

⁶⁰⁵ Cfr. Direttiva 2004/39/CE, Allegato II., p. I.3.

⁶⁰⁶ Cfr. il punto II.1 dell'Allegato II della Direttiva 2004/39/CE. Per quanto attiene alla disciplina interna il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 236 dell'11 Novembre 2011 ha individuato fra i soggetti che possono avanzare richiesta le Regioni e le Province Autonome di Trento e Bolzano (in parziale discrasia con l'Allegato della MiFID che vorrebbe i governi regionali fra gli investitori professionali di diritto), i soggetti di cui all'art. 2 del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, Testo Unico degli Enti Locali (ovvero i Comuni, le Province, le Città Metropolitane, le Unioni di Comuni e in passato anche le Comunità Montane e le Comunità Isolane), nonché gli enti pubblici nazionali e regionali. I suddetti enti per avanzare richiesta i suddetti enti debbono presentare congiuntamente le seguenti caratteristiche: le entrate finali accertate nell'ultimo rendiconto di gestione approvato devono essere superiori a 40.000.000 €; devono essere state effettuate operazioni di valore nominale o nozionale complessivo superiore a 100.000.000 € nel

categoria della controparte qualificata riprende sostanzialmente per composizione dei soggetti appartenenti quella dei clienti professionali e da questa si differenzia per essere inerente al rapporto⁶⁰⁷, mentre la qualificazione come cliente professionale si atteggia evidentemente ad uno *status*.

Fermiamoci dunque per un momento sulla profilazione della clientela e sulla valutazione di adeguatezza, per considerare quali sono allo stato attuale - nella finestra che ci separa dall'entrata in vigore della disciplina attuativa della Direttiva MiFID 2 - le possibili ricadute di tale impostazione. Ora la valutazione da effettuare secondo il profilo della clientela compete appunto all'intermediario, il quale peraltro deve essere in grado di gestire il potenziale conflitto fra quanto vorrebbe concludere secondo il proprio interesse e il «miglior risultato possibile»⁶⁰⁸ con riguardo alla situazione dei clienti. Si ricorderà inoltre come poco sopra si fosse fatto riferimento al fatto che una eventuale valutazione negativa in termini di adeguatezza, che comporterebbe l'improcedibilità dell'operazione, può essere superata dietro un'esplicita richiesta del cliente. Lo stesso vale per le situazioni di conflitto di interessi, per le quali è fatto obbligo agli intermediari di astenersi dall'effettuare le operazioni che ingenerino concretamente tale conflitto, salvo che il cliente, debitamente informato sulla peculiare posizione dell'intermediario, non vi acconsenta espressamente⁶⁰⁹. Una norma così formulata non sembrerebbe creare grossi problemi, giacché il suo schema si configura come piuttosto lineare: l'intermediario pone al primo posto l'interesse dei clienti e si fa carico di astenersi dall'effettuare operazioni pur profitevoli per la propria attività, se in conflitto con l'interesse predetto o se inadeguate rispetto al particolare profilo della controparte. Il cliente resta pur sempre libero, una volta ricevute tutte le informazioni necessarie, di poter oltrepassare tali limiti ed effettuare comunque l'operazione, idealmente riappropriandosi in tal modo della posizione di formale

triennio precedente; in organico deve essere presente personale addetto alla gestione finanziaria che abbia acquisito adeguate competenze, conoscenza ed esperienza in materia di servizi d'investimento, ivi compresi quelli di gestione collettiva e strumenti finanziari.

⁶⁰⁷ Nel quale peraltro ai sensi dell'Art. 24 della Direttiva 2004/39/CE, le controparti qualificate possono richiedere per singole operazioni di ricevere un trattamento alla stregua dei clienti al dettaglio.

⁶⁰⁸ Così l'Art. 21 della Direttiva 2004/39/CE.

⁶⁰⁹ Cfr. Art. 27, c. 2 del Reg. Consob 11522/1998.

parità di cui è sostanziata l'autonomia negoziale. In un mondo ideale in cui le operazioni possono avere luogo entro un intervallo di tempo indefinitamente lungo, certamente questa soluzione apparirebbe per essere la migliore; tuttavia nella concretezza dei rapporti fra il gestore e il cliente potrebbe succedere che il rapporto fiduciario - caratteristica intrinseca dell'ordinamento creditizio e finanziario - si tramuti nella firma di quella che - nei fatti beninteso e non in diritto - finisce per essere un'autorizzazione a decidere al posto proprio. Non si deve chiaramente far assurgere il comportamento patologico isolato di alcuni soggetti a *modus operandi* pervasivo e generalizzato; nondimeno non è certo da escludere che al ritmo incalzante di «una firma qui, una firma là» il cliente si trovi nell'imbarazzante posizione di aver «consapevolmente deciso a sua insaputa» di effettuare un'operazione, che per tipologia di titolo o per quantità acquistata, non si palesa per essere esattamente coerente con il proprio profilo di rischio⁶¹⁰.

L'effetto può peraltro essere più ampio ancora se considerato in abbinamento con le regole di risoluzione. Si ricorderà certamente che si era parlato del requisito delle passività ammissibili o in termini metaforici delle scorte che le banche come brave formichine devono predisporre per far fronte ad un'eventuale situazione di dissesto. Fra queste scorte in particolare una posizione privilegiata dovrebbero rivestire gli strumenti ibridi e le obbligazioni subordinate, nati proprio per riassorbire i rischi in maniera prossima al capitale azionario. Molti di questi prodotti innovativi tuttavia potrebbero rivelarsi decisamente lontani dalle capacità di comprensione dei risparmiatori con competenze finanziarie basilari o limitate, quando non del tutto assenti. A stare quindi a quanto prevedono le regole MiFID l'intermediario dovrebbe astenersi dal vendere un titolo di questo genere al cliente inconsapevole. Un tarlo potrebbe però insinuarsi nella mente del nostro intermediario, che innanzitutto comincerà a pensare che l'inverno prima o poi potrebbe arrivare - le stagioni della finanza sono ipotetiche - e che in fondo quelle passività potrebbero decisamente fare comodo. Ecco che quindi si viene a creare la premessa per un «dilemma del gestore» dove da una parte vi sono norme

⁶¹⁰ Pur tralasciando alcuni casi celebri in cui pratiche di questo tipo sono emerse in relazione a specifici casi di crisi bancarie, una certa tendenza diffusa a pratiche di commercializzazione non coerenti con i profili della clientela, è stata evidenziata attraverso un'analisi empirica sui corsi obbligazionari da Del Giudice A., 2016, *Impact of the Market in Financial Instruments Directive (MiFID) on the Italian financial market: evidence from bank bonds*, articolo pubblicato su «Journal of Banking Regulation», in attesa di cartaceo.

«altruistiche» che impongono di non fare, dall'altro un incentivo ad agire in senso contrario, cautelandosi per il futuro. Oltretutto è l'intermediario chiamato a compiere la valutazione in merito all'adeguatezza, sicché far dichiarare al cliente un briciolo di competenze finanziarie supplementari rispetto a quelle che effettivamente possiede potrebbe essere qualcosa di più che un semplice incentivo, quasi una tentazione. E in fondo che male si farebbe? Quando un intermediario stipula non lo fa con la prospettiva di andare in dissesto, bensì con quella di essere in positivo. In questo caso allora chi potrà mai avere da lamentarsi? L'intermediario avrebbe ottenuto quello di cui aveva bisogno senza particolare sforzo e dal canto suo il cliente si sarebbe ritrovato, senza sapere bene il perché, con un rendimento più alto rispetto a quello di un'obbligazione ordinaria e con meno preoccupazioni, poiché a fronte di una scadenza più lunga non si ritroverà di nuovo dopo due anni al punto di partenza a dover decidere in che cosa investire. Tutto questo al prezzo della microscopica leggerezza del fare apporre sbrigativamente una firma.

Proviamo allora, per ragioni di chiarezza, a ripetere lo stesso ragionamento, illustrando l'utilità attesa dell'intermediario a seconda delle diverse situazioni che si possono profilare. Detta $f(x)$ la funzione che descrive l'utilità attesa dell'intermediario, dove x è una variabile binomiale che descrive la vendita inadeguata di uno strumento ibrido, la nostra relazione, a seconda del fatto che la gestione sia in positivo oppure in dissesto, sarà del tipo

$$f(x) = \begin{cases} a & x = 1; \textit{positivo} \\ 0 & x = 1; \textit{dissesto} \\ 0 & x = 0; \textit{positivo} \\ b & x = 0; \textit{dissesto} \end{cases}$$

dove

$x = \{1: \textit{vendita inadeguata avvenuta}; 0: \textit{vendita inadeguata non avvenuta}\};$

$a \geq 0;$

$b < 0.$

In particolare a rappresenta il guadagno che deriva dall'aver venduto il titolo, guadagno che diventa nullo e pari a zero nelle circostanze di un dissesto; b è invece il costo o il rischio aggiuntivo in caso di risoluzione, derivante dal non avere quella passività aggredibile che sarebbe risultata dalla vendita inadeguata⁶¹¹. La stessa funzione può essere riespressa in forma tabulare per averne un'immagine ancora più chiara.

VENDITA \ GESTIONE	In Positivo	In Dissesto
1	a	0
0	0	b

Poiché a è sempre maggiore o uguale a zero per definizione e altresì b è negativo, segue che la strategia di vendita inadeguata garantirà in ogni caso l'utilità maggiore, sia nel caso in cui la banca vada in positivo sia in quello in cui vada in dissesto. In altre parole la vendita inadeguata finisce così per essere una strategia dominante, che potrebbe in ipotesi essere disincetivata soltanto da un valore attribuito alla *compliance* o dal timore nei riguardi dell'attività di vigilanza⁶¹².

⁶¹¹ Ipotizziamo per semplicità che il dissesto sia risolvibile, altrimenti occorrerebbe inserire anche il costo della liquidazione, per il quale si dovrebbe fra le altre cose tenere conto della probabilità per cui il titolo venga liquidato ed in che misura. Come abbiamo detto tuttavia il gestore ragiona come se l'intermediario non dovesse mai andare in fallimento, quindi l'operazione non sarebbe nemmeno utile ai nostri fini. Poiché inoltre quello che interessa è una comparazione fra i diversi possibili corsi d'azione, omettiamo di esprimere la commissione, che sarebbe altrimenti una costante, espressa per esempio come k, in ognuno dei *payoff* delineati, sicché lo potremmo comunque elidere.

⁶¹² Un limite ulteriore dovrebbe essere costituito dalle regole prudenziali in termini di limiti alle retribuzioni incentivanti per il top management ai sensi della Direttiva CRDIV e del Regolamento UE n. 604/2014; nondieno tali regole sono spesso aggirate attraverso qualificazioni in organico differenti da quelle previste nell'ambito soggettivo della predetta disciplina. Sul punto può essere utile la lettura di Baglioni A., 2017, *Chi prende lauti bonus con i rischi degli altri*, articolo apparso su «lavoce.info», 26 Maggio: « I risultati della regolamentazione sono stati messi in luce da un recente rapporto della Autorità bancaria europea (Abe) sugli high earners – i dipendenti del settore finanziario europeo che guadagnano almeno un milione di euro all'anno. Dal rapporto emerge che il 14 per cento di questi soggetti non è classificato come rilevante, quindi è esentato dal limite alla parte variabile della remunerazione. È curioso il fatto che, tra gli high earners che fanno parte dei consigli di amministrazione, uno su dieci riesca a essere classificato come non rilevante; la stessa Abe afferma che sarebbe ragionevole attendersi che tutti costoro fossero considerati tali [...]. Vi è soprattutto una particolare area del business bancario che sembra sfuggire in modo massiccio al limite: quella dell'asset management, cioè della gestione del risparmio e dei servizi di investimento. Qui, il rapporto tra la parte variabile e quella fissa della remunerazione, per coloro che guadagnano

A questa situazione sembrerebbe però porre rimedio la disciplina recata dalla direttiva MiFID 2⁶¹³, per la parte che - come dicevamo - riguarda specificamente la *governance* di prodotto⁶¹⁴. Questa coinvolgerà una platea di soggetti anche più ampia di quella della MiFID precedente e distinguerà fra gli ideatori e i distributori di un prodotto finanziario, ciascuno con obblighi derivanti dalla propria attività specifica⁶¹⁵. La novità in particolare risiede nel fatto che fin dall'ideazione del prodotto finanziario, sarà espressamente previsto un *target* di riferimento per la clientela⁶¹⁶; *target* che a propria volta dovrà essere rivisitato periodicamente a

almeno un milione, raggiunge mediamente il 468 per cento. Ciò grazie al fatto che oltre un terzo (36 per cento) di queste persone non è considerata rilevante per il profilo di rischio della banca (oltre a godere di specifiche esenzioni in alcuni paesi)».

⁶¹³ Sulla quale tuttavia - almeno per i profili che più ci riguardano - non ci si può ancora pronunciare in maniera chiara, in mancanza di una disciplina attuativa nazionale. Per quanto attiene ai poteri delle autorità di settore, essi sono già ben dettagliati nel Regolamento UE n. 600/2014, cd. «MiFIR». Alcune indicazioni possono essere ricavate in via provvisoria dallo schema di decreto, sottoposto a parere parlamentare, reso noto il 3 Maggio 2017 all'interno dell'A.C. n. 413 della XVII Legislatura; la scadenza per il recepimento all'interno del diritto nazionale è fissata nel 3 di Luglio. Altre informazioni possono utilmente ricavarsi dai documenti preparatori dell'ESMA, così come dalle norme attuative tecniche. Vd. ESMA, 2014, *MiFID II/MiFIR - Discussion Paper*, 22 Maggio, contenuto in ESMA/2014/548; Id., 2014, *MiFID II/MiFIR - Consultation Paper*, 22 Maggio, contenuto in ESMA/2014/549; Id., 2014, *Final Report - Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 19 Dicembre, in ESMA /2014/1569; Id., 2014, *MiFID II/MiFIR - Consultation Paper II on draft RTS/ITS*, 19 Dicembre, contenuto in ESMA/2014/1570; - Id., 2015, *MiFID II/MiFIR draft Technical Standards on authorisation, passporting, registration of third country firms and cooperation between competent authorities*, 29, Giugno in ESMA/2015/1006; Id., 2015, *Consultation Paper - Draft implementing technical standards under MiFID II*, 31 Agosto, in ESMA/2015/1301; Id., 2015, *Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/MiFIR*, 28 Settembre, in ESMA/2015/1464; Id., 2015, *Draft implementing technical standards under MiFID II*, 11 Dicembre, in ESMA/2015/1858.

⁶¹⁴ Sul tema può essere interessante a lettura di Busch D., 2017, *Product Governance and Product Intervention under MiFID II/MiFIR*, capitolo contenuto in Busch D. et Ferrarini G., a cura di, *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford University Press, Oxford, pp. 123 - 146. Per quanto riguarda invece le premesse teoriche che hanno condotto alla formulazione di tale approccio, ci si può ricondurre all'opera monografica Moloney N., 2010, *How to Protect Investors - Lessons from the EC and the UK*, Cambridge University Press, Cambridge, in particolare pp. 134 e ss.

⁶¹⁵ Le banche dal canto loro, esercitando sia l'attività di ideatori che di distributori dei propri titoli, in caso di sostanziale identità degli obblighi sia sul versante della ideazione che su quello della distribuzione, potranno evitare di duplicare gli adempimenti e il rispetto dell'obbligo in una delle due fasi - o sulla prima o sulla seconda in funzione caso per caso della disciplina di dettaglio - sarà bastevole per entrambe.

⁶¹⁶ Un'efficace spiegazione è quella contenuta al considerando 71) della Direttiva 2014/65/UE, che così recita: «Gli Stati membri provvedono affinché le imprese di investimento che realizzano strumenti finanziari garantiscano che tali prodotti siano concepiti per rispondere alle esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali all'interno della pertinente categoria di clienti, adottino provvedimenti ragionevoli per garantire che gli strumenti finanziari siano distribuiti al mercato di riferimento individuato e riesaminino regolarmente l'identificazione del mercato di riferimento dei prodotti che offrono e il loro rendimento. Le imprese di investimento che offrono o raccomandano ai clienti strumenti finanziari che non sono state loro a realizzare dovrebbero disporre di meccanismi adeguati per ottenere e comprendere le pertinenti

fronte dei repentini cambiamenti che avvengono sul mercato, nonché della variazione delle caratteristiche generali della clientela di riferimento. Dal canto loro le imprese che si occupano della distribuzione (o la banca stessa nella misura in cui vende i suoi stessi prodotti), devono disporre di meccanismi efficaci per l'acquisizione delle informazioni rilevanti, al fine di poter valutare l'adeguatezza dell'operazione. La raccolta di dati in particolare dovrà essere ampia e approfondita e condurre alla formulazione di un profilo preciso e dettagliato per ciascun cliente, in modo che possa essere vagliata la corrispondenza fra *target* di riferimento e caratteristiche individuali⁶¹⁷. Solo in caso di abbinamento positivo, sarà possibile procedere con l'operazione. Per usare una metafora si passerà dalla medicina antica dei rimedi buoni per ogni situazione, a quella moderna basata su diagnosi effettuate sulla base di analisi diagnostiche e dati riguardanti il singolo paziente. Da parte di alcuni è stato osservato che un sistema di questo tipo sembrerebbe segnare il passaggio dalla tutela all'«accudimento»⁶¹⁸ del risparmiatore. Per parte loro però anche i risparmiatori - ed è questa una considerazione sfuggita a buona parte dei commentatori - sono chiamati a collaborare più attivamente che in passato allo svolgimento delle operazioni, poiché non saranno più sufficienti il silenzio o una firma sbrigativa; i clienti dovranno contribuire alla creazione di un complesso personale di dati, che diverrà una sorta di cartella clinica, che li accompagnerà anche nel passaggio da una banca all'altra.

informazioni relative al processo di approvazione del prodotto, compreso il mercato di riferimento identificato e le caratteristiche del prodotto che offrono o raccomandano. Tale obbligo dovrebbe applicarsi senza arrecare pregiudizio alla valutazione dell'adeguatezza o idoneità che le imprese di investimento dovranno successivamente effettuare nella fornitura di servizi di investimento a ciascun cliente, sulla base delle sue esigenze, caratteristiche e obiettivi personali». Vd. anche Art. 16, p. 3 e Art. 24.

⁶¹⁷ In argomento vd. Morlino S., 2015, *La product governance nel nuovo regime MiFID 2*, articolo pubblicato su «Diritto Bancario», 16 Aprile.

⁶¹⁸ Così ad esempio Santoro V., 2015, *Crisi bancarie, ruolo dell'informazione e protezione del cliente*, capitolo contenuto nel Tomo I di Santoro V. et All., a cura di, *Regole e Mercato*, elaborato nell'ambito del Progetto PRIN 2010-2011, PRIN 20107A8N8C, ora edito da Giappichelli, Torino: «Le novità, in essi [negli Artt. 24 e 25 della MiFID 2] contenute, fanno compiere alla tutela dell'investitore l'accennato e consistente salto di qualità, per dirla con uno slogan, sembra si passi dalla trasparenza all'accudimento. In verità non è cosa nuova che l'intermediario debba "servire al meglio gli interessi dei clienti" agendo in modo "onesto, equo e professionale" (art. 19, § 1, vecchio testo MIFID, e art. 24, § 1, nuovo testo MIFID II), ma tale principio è ora declinato in modo più accurato e attento alle esigenze degli investitori».

Quello che però rileva maggiormente per il nostro ragionamento, è la constatazione per cui non dovrebbe più essere possibile nella vendita a valle «accordarsi» con il cliente per fargli capire (o in casi patologici per fargli credere) quale sia il prodotto più adatto per lui. Al pari dei medicinali i nuovi titoli saranno «prescrivibili» ai soli soggetti i quali presentino i sintomi inequivocabili per i quali questi titoli saranno stati pensati. Pertanto sarà già il prodotto quando arriva sul mercato ad essere indirizzato verso platee ben determinate di soggetti.

Regole di questo tipo potrebbero per alcuni versi apparire eccessivamente rigide; tuttavia per quanto ci riguarda indubbiamente posseggono i presupposti per ridurre quel «dilemma del gestore» delineato sopra, dal momento che sottraggono a questo la possibilità di una valutazione a maglie eccessivamente ampie sulle competenze finanziarie della clientela. Questo non significa certamente che sarà più facile incontrare il requisito minimo di passività ammissibili, anzi a tutti gli effetti pare verosimile che regole così stringenti rendano più difficoltoso reperire le risorse necessarie a tale scopo. Nondimeno, nella misura in cui queste norme produrranno gli effetti sperati, potrebbe ugualmente innescarsi un circolo virtuoso orientato alla ricerca delle passività migliori da includere nel requisito, ma soprattutto un rapporto più approfondito fra la banca e il cliente potrebbe trovare felice connubio con l'intento di prevenzione delle crisi bancarie della BRRD, nella misura in cui l'accresciuta trasparenza sia in grado di riverberarsi in termini positivi sulla fiducia (questa volta motivata) da accordare all'intermediario.

III.2.c. Questione di priorità: il difficile coordinamento fra stabilità finanziaria, lotta all'azzardo morale e salvaguardia delle finanze pubbliche

Nel campo dei fatti economici, a differenza che in quello della teologia, non è così facile essere uno e trino, sicché non è raro imbattersi in «trinità impossibili», «terzetti inconciliabili» o «trilemmi». Allo stesso modo il *bail-in*, se fosse una persona, si troverebbe a soffrire di uno strano disturbo dissociativo interiore, dovuto alla tensione fra gli obiettivi generali della risoluzione e gli obiettivi suoi peculiari. Da un lato infatti la direttiva BRRD si pone come fine di «evitare effetti negativi significativi sulla stabilità finanziaria, in particolare attraverso la

prevenzione del contagio»⁶¹⁹, ma anche di «salvaguardare i fondi pubblici riducendo al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico straordinario»⁶²⁰; dall'altro il salvataggio interno mira a disciplinare la condotta delle banche attraverso il monitoraggio dei creditori o almeno - in maniera più verosimile viste le difficoltà dianzi evidenziate nel condurre un monitoraggio di questo tipo - attraverso la minaccia mai troppo chiaramente paventata, ma ugualmente credibile, di una vendita consistente di titoli all'approssimarsi di un grave dissesto⁶²¹. Tale minaccia tuttavia sembra essere in qualche modo contraddittoria rispetto all'obiettivo di preservare la stabilità finanziaria, nella misura in cui le aspettative circa l'aggravarsi di un dissesto (e quindi dell'entità della condivisione degli oneri sulle spalle dei creditori), rischiano di peggiorare il dissesto stesso e a fronte delle esposizioni delle controparti in un mondo finanziario sempre più interdipendente far dubitare anche della tenuta di eventuali *partner*. I creditori che subodorano la possibilità di vedere i propri crediti svalutati possono infatti, purché agiscano in tempi sufficientemente rapidi, cedere le proprie posizioni. Se la percezione è diffusa, si potrebbe quindi raggiungere quella massa critica in grado di svalutare il prezzo dei titoli e di conseguenza di rendere necessaria una svalutazione di portata ancora più ampia di quella originariamente prevedibile. I risvolti di un siffatto circolo vizioso rischiano quindi di essere tutto fuorché trascurabili⁶²². Il problema potrebbe peraltro essere aggravato, per quegli istituti ancora solvibili che necessiterebbero però di una ricapitalizzazione transitoria, dall'atteggiamento restrittivo da parte della Commissione Europea in materia di

⁶¹⁹ Direttiva 2014/59/UE, Art. 31, p. 2, lett. b). Per maggiori dettagli vd. *supra* III.1.b.

⁶²⁰ *ivi*, lett. c)

⁶²¹ Fenomeni di *panic selling* sono documentati nel paragrafo III.3.b.2.

⁶²² Su questa posizione sono Avgouleas E. et Goodhart C., 2016, *Critical Reflections on bail-in*, op.cit., p. 22: «Creditors who sense in advance the possibility of a bail-in, or creditors of institutions that are similar in terms of nationality or business models 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». Analogamente a suo tempo, basandosi sulle vicende della Northern Rock e sui coevi *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* del Financial Stability Board, si era espresso Randell C., 2012, *The great British banking experiment: will the restructuring of UK banking show us how to resolve G-SIFIs?*, articolo apparso su «Law and Financial Markets Review», Vol. 6, n. 1, pp. 39 - 51. Torneremo sul punto con maggiore cura nella parte dedicata al ruolo degli operatori.

aiuti di Stato o per meglio dire, della percezione che gli operatori hanno maturato circa tale atteggiamento, sovrastimando per vero la rigidità della Commissione⁶²³, che pure nella comunicazione del 2013 in materia di aiuti di Stato ha inserito clausole di flessibilità nell'applicazione del divieto, riguardanti proprio la stabilità finanziaria. Se tuttavia gli operatori si convincono, per un motivo o per l'altro, che il valore dei titoli nel loro portafoglio sia a rischio, saranno indotti a venderli.

Al contrario è difficile questionare che il salvataggio pubblico sia la misura capace di garantire in massimo grado, in fase di crisi bancaria, che il contagio non si trasmetta da un istituto in dissesto alle controparti e di riflesso anche al settore reale dell'economia⁶²⁴. Per i creditori infatti sarà irrilevante la fonte attraverso le quali le proprie pretese verranno soddisfatte, basta che lo siano, cosicché anche in fase di crisi bancaria l'allocazione dei prezzi delle attività finanziarie continuerà a riflettere valori più ancorati a quelli anteriori al dissesto, senza che siano innescate corse ribassiste che si autoalimentano.

Appare quindi inevitabile che attraverso il salvataggio interno si debba rinunciare a qualcosa in termini di stabilità di breve periodo o meglio che si debba essere

⁶²³ Così ad esempio Micossi S. et Bruzzone G. et Cassella M., 2014, *Bail-in Provisions in State Aid and Resolution Procedures: Are they consistent with systemic stability?*, Centre for European Policy Studies, Policy Brief, n. 318, 28 Maggio. Si legge a p. 9: «However, this reassuring balance of the elements underpinning the Commission's decisions in individual cases may not be clear to bank creditors and potential investors out there in financial markets. The impression that there is an unneeded rigidity on this very sensitive issue has been heightened by official statements overemphasising that each case under competition rules will be assessed individually, thus feeding the concern that the systemic dimension of the issue may have been underestimated».

⁶²⁴ Ovviamente il ragionamento non deve essere esteso alla stabilità finanziaria per come intesa fisiologicamente durante le fasi in cui non si manifesta il dissesto. In questo caso abbiamo già mostrato al contrario che l'implicita garanzia pubblica potesse incentivare le banche di maggiori dimensioni ad una maggiore propensione al rischio e a quindi ad un'eccessiva intermediazione, che è proprio una delle componenti della instabilità finanziaria. Di fondo permane ovviamente la difficoltà, comune a tutte le questioni inerenti al presente argomento di definire un concetto univoco di stabilità finanziaria. Per una buona operativizzazione, così come per un'ampia rassegna in letteratura dei modi di intendere la stabilità finanziaria si rimanda a Houben A. et Kakes J. et Schinasi G.J., 2004, *Toward a framework for safeguarding financial stability*. Fondo Monetario Internazionale, Working Paper n. 04/101. Poiché la direttiva BRRD reca norme in materia di risoluzione, ben può intendersi che il focus del concetto di stabilità ivi contenuto sia incentrato sulla fase di crisi, ove si cerca di far salva quella «condizione che caratterizza un sistema finanziario quando questo riesce a facilitare l'allocazione delle risorse fra settori, fra aree geografiche e nel tempo a consentire la formazione di prezzi congrui delle attività finanziarie» (Dizionario di Economia e Finanza, Treccani, 2012, voce Stabilità Finanziaria). Se questo è il contesto entro il quale ci muoviamo, allora risulta lecita l'affermazione fatta sopra per cui il salvataggio esterno può aiutare a preservare una formazione dei prezzi non ribassista nel quadro di una risoluzione bancaria.

pronti ad agire con estrema celerità nell'incertezza sull'entità della reazione dei mercati.

Un tale sacrificio apparirebbe tuttavia giustificabile e anzi costituirebbe un valido passo in avanti rispetto agli anni della crisi se almeno fossero rispettati due parametri. Potremmo quindi dire che il *bail-in* sia allineato con gli obiettivi della politica di risoluzione se: 1. effettivamente la fiscalità generale fosse fatta salva; 2. il ricorso al salvataggio esterno non permettesse in alcun modo di evitare l'azzardo morale (e quindi minasse il versante della stabilità in fase fisiologica). Tali parametri dal canto loro si ricalcano sulla gerarchia degli obiettivi suggerita dalla BRRD. Se infatti da un lato la normativa propende per un'equiparazione formale degli obiettivi e se per giunta il sacrificio delle pretese creditorie e tutto ciò che ne consegue non figura nemmeno fra gli obiettivi dichiarati, ma permane fra i criteri che ispirano il salvataggio interno, l'ampia parte dedicata al nuovo strumento rispetto alle altre misure e soprattutto la sua centralità nell'impianto sistematico della direttiva, lasciano supporre che la salvaguardia delle finanze e la riduzione dell'azzardo morale siano considerati in posizione avvantaggiata⁶²⁵, anche se non preminente, rispetto alla tutela della stabilità in fase di risoluzione. Il dato empirico permette tuttavia quanto meno di dubitare che le due condizioni sopra menzionate siano soddisfatte in pieno.

III.2.c.1. Il salvataggio interno fa salva la fiscalità generale?

Cominciamo dalla prima, ovvero dalla tutela delle finanze pubbliche. Nessuno potrà contestare che la relegazione dell'intervento pubblico in posizione assolutamente eccezionale rispetto al coinvolgimento del settore private e la sua subordinazione a precise ed inderogabili condizioni, consentano di affermare in prima battuta che le risorse dei contribuenti non vengano spese per il salvataggio

⁶²⁵ Questa non è certo una lettura che emerge *prima facie* dal tenore letterale delle disposizioni che abbiamo momento per momento richiamato; nondimeno è l'unica conclusione cui si può pervenire se si parte dal p. 1 dell'Art. 36 della Direttiva 2014/59/UE, che prevede che «le autorità di risoluzione tengono conto degli obiettivi di risoluzione e scelgono gli strumenti e i poteri più adatti a conseguire gli obiettivi *pertinenti nelle circostanze del caso*» [corsivo aggiunto]. Insomma la direttiva sembra dire alle autorità «fate più che potete; fate quello che potete», lasciando quindi intendere che vi siano casi in cui la regione del possibile non ricomprende la sussistenza di tutti gli obiettivi menzionati al paragrafo seguente. Se a questo dato si aggiunge che invece altrove la Direttiva è categorica (ma lo stesso si potrebbe dire delle indicazioni della Commissione Europea) nell'imporre, se non un vero e proprio *bail-in*, almeno una qualche forma di coinvolgimento del settore privato, allora è chiaro che l'obiettivo in posizione di saltare per primo sia proprio quello della stabilità finanziaria in fase di crisi.

delle banche in crisi. Questo sarebbe vero in assoluto se la risoluzione si calasse in un contesto di «vuoto economico», in una situazione in cui la crisi di un intermediario non sortisse effetto alcuno sull'economia reale e dove quindi i costi effettivi siano solo quelli diretti cui la disciplina fa esplicito riferimento. Al contrario la particolare natura delle banche⁶²⁶, differenti in maniera sostanziale da qualsiasi altro tipo di impresa, che le pone in una posizione di peculiare centralità nella vita economica così come nella produzione dei fenomeni monetari, amplifica le ricadute, per via della loro operatività fra il «pubblico»⁶²⁷, categoria che indica proprio la loro potenzialità di servire una platea innumerevole di soggetti, sull'intero sistema economico. Si può quindi dedurre che una risoluzione, la quale per quanto ordinata come la Direttiva BRRD vorrebbe rimarrà sempre un momento di grave tensione tanto per il soggetto che vi entra quanto per i suoi creditori, comporterà un impatto anche sul complesso delle attività economiche. In senso lato anche questi sono costi della politica, di cui il decisore dovrebbe tenere debito conto. Alcune stime sull'impatto delle procedure di risoluzione sui sistemi economici ci provengono dai lavori di Luc Laeven e di Fabián Valencia, membri del Fondo Monetario Internazionale, i quali si sono impegnati nella raccolta delle informazioni provenienti dalla letteratura quanto dai dati empirici, nell'intento di redigere resoconti statistici sulle crisi bancarie⁶²⁸. Le grandezze che ci interessano per il nostro ragionamento sono due in particolare: la perdita di prodotto e l'aumento dell'indebitamento. Per quanto riguarda la prima in particolare si può utilmente fare riferimento al grafico riportato sotto, che mostra la perdita di output nel contesto della crisi dei mutui *subprime*.

⁶²⁶ Natura che - si ricorda di passaggio - ne giustifica da tempi risalenti la sua disciplina speciale, derogatoria rispetto a molte delle norme del Codice Civile.

⁶²⁷ La nozione di pubblico è fondamentale nella definizione dell'attività bancaria contenuta all'Art. 10 del D.Lgs. 385/1993, che la qualifica come l'esercizio del credito e la raccolta del risparmio tra il pubblico. Non è certo questa la sede per una disamina compiuta di che cosa comporti la nozione di pubblico, ma si consiglia a chi volesse approfondire il tema la lettura di Desiderio G., 2015, *L'Attività Bancaria*, capitolo contenuto in Capriglione F., a cura di, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, CEDAM, Padova, pp. 243 - 276.

⁶²⁸ Il documento di base, successivamente più volte aggiornato, può essere identificato in Laeven L. et Valencia F, 2008. *Systemic Banking Crises; A New Database*, Fondo Monetario Internazionale, Working Paper n. 08/224.

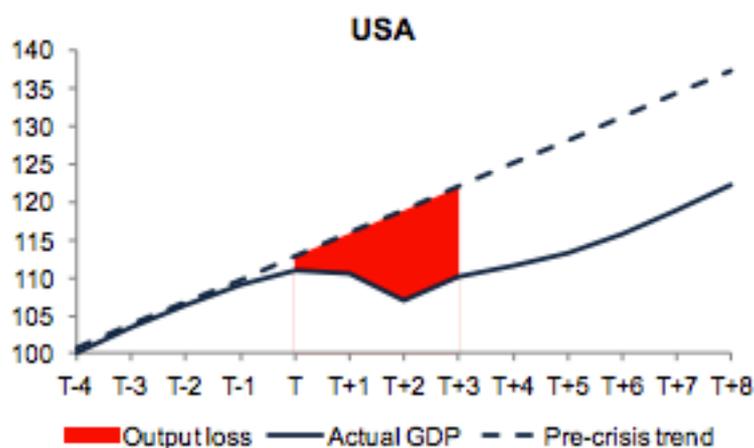


Figura 8: Perdita di prodotto in USA durante la crisi dei mutui subprime;
Fonte: Leaven L. et Valencia F., 2013.

La perdita di prodotto è definita come la differenza fra il volume che avrebbe raggiunto il PIL secondo la tendenza in atto immediatamente prima della crisi sistemica e quella che ha effettivamente raggiunto nel periodo di crisi⁶²⁹. Nella figura sopra riportata, la perdita di prodotto conseguente alla crisi dei mutui subprime, per come registrata fino al 2010, corrisponde all'area evidenziata di rosso. Allo stesso modo l'aumento del debito è quantificato come la differenza tra quello che ci si aspettava in via tendenziale e quello che si è effettivamente prodotto in fase di crisi⁶³⁰. Si nota in particolare dai dati empirici, che anche in presenza di un salvataggio pubblico, l'aumento dell'indebitamento eccede l'effettivo costo finanziario per i salvataggi⁶³¹. A che cosa deve essere imputata questa circostanza? Ogni crisi, a prescindere dal modo in cui essa viene trattata, produce una perdita in termini di prodotto. Tale prodotto è tuttavia anche base imponibile⁶³², sicché alla contrazione di questa faranno riscontro anche minori

⁶²⁹ La definizione è quella contenuta in Laeven L. et Valencia F., 2013, *Systemic Banking Crises Database*, Fondo Monetario Internazionale, in «Economic Review», Vol. 61, n. 2, pp. 225 - 270. I dati si arrestano alle crisi sistemiche registrate nel 2010.

⁶³⁰ Per chi è avvezzo a lavorare con i dati empirici, si tratta in questi due casi di sottrarre la dinamica spontanea, secondo il metodo della differenza di differenze. Per una illustrazione di questo metodo si rimanda a Stock J.H. et Watson M.W., 2011, *Introduction to econometrics*, Terza Edizione, Pearson Higher Education, Londra, UK; Wooldridge J.M., 2015, *Introductory econometrics: A modern approach*, Quinta Edizione, South-West Cengage Learning, Mason, Ohio.

⁶³¹ Il riferimento è ai dati tabulari riportati in Laeven L. et Valencia F., 2013, *Systemic Banking Crises Database*, op. cit.

⁶³² Per semplicità di ragionamento si pensi soltanto che l'IVA è l'imposta sul valore aggiunto e buona parte del PIL è calcolato proprio come valore aggiunto per ogni fase del processo produttivo.

entrate per il bilancio pubblico. L'aumento del debito sarà quindi composto da due parti: il costo dell'intervento pubblico e l'effetto depressivo della crisi, per tramite degli stabilizzatori. Questo già ci permette di arrivare ad una parziale conclusione, per cui la prima condizione che avevamo posto, non sarà mai rispettata, se la si intende in maniera assolutizzante come la totale intangibilità delle finanze pubbliche. Anche nel caso del salvataggio privato vi sarà un effetto depressivo, che non dipende da chi finanzia la risoluzione. Il problema non si arresta tuttavia a questa soglia. Il vantaggio del salvataggio privato - in termini di finanze pubbliche al di là di considerazioni di valore circa chi debba assorbirsi il costo delle risoluzioni - dovrebbe risiedere nel fatto che sparisca il costo per il salvataggio a carico dello stato e quindi l'aumento dell'indebitamento in linea di principio dovrebbe essere minore in caso di ricorso al settore privato, dal momento che verrebbe a sparire il costo del finanziamento della risoluzione a carico del settore pubblico. Non si deve tuttavia trascurare una seconda osservazione. Soprattutto a seguito dei recenti interventi in materia di obbligazioni bancarie, lo Stato riscuote tasse anche per un valore pari al 26% delle rendite finanziarie⁶³³, anche sulle obbligazioni bancarie. La perdita di questo 26% sulle obbligazioni svalutate è certo una componente di modesta entità rispetto ai costi di finanziamento della risoluzione, ma è sempre un dato che lascia propendere per il fatto che non debba mantenersi un atteggiamento viziato da preconcetti ideologici sull'intangibilità delle finanze pubbliche.

Il punto di vista di cui si deve tenere conto è però un altro e non riguarda tanto il costo del finanziamento in sé e per sé, quanto l'aumento dell'indebitamento al netto di questo costo. Si badi bene che anche nei casi laddove si è intervenuto con denaro pubblico la differenza fra il costo del finanziamento e l'effettivo aumento del debito è decisamente sostenuta. A titolo di esempio a seguito della crisi dei mutui *subprime* negli Stati Uniti (che è comunque classificata al settimo posto

In argomento si veda Rosen H. et Gayer T., 2014, *Public Finance*, Quarta Edizione, McGraw-Hill Higher Education, New York, edito in Italia con ulteriori approfondimenti come Rapallini C., a cura di, *Scienza delle Finanze*; con una prospettiva di politica economica gli stessi argomenti sono trattati diffusamente in Bénassy-Quéré A. et Coeuré B. et Jacquet P. et Pisani-Ferry J., 2010, *Economic policy: Theory and practice*, Oxford University Press, Oxford, UK, in Italiano Idd., Petretto A. et Russo F.F., a cura di, *Politica Economica: Teoria e Pratica*, Il Mulino, Bologna.

⁶³³ Sull'introduzione della tassa sul *capital gain* vd. Cesari R., 1999, *Gli effetti economici del nuovo regime di tassazione delle rendite finanziarie*, Banca d'Italia, Temi di discussione del Servizio Studi, n. 349, Marzo.

quanto agli interventi più costosi come percentuale di PIL) il costo del finanziamento dei salvataggi è stato dell'ordine del 4.5% del PIL, ma l'aumento dell'indebitamento è stato pari al 23,6%⁶³⁴. In totale quindi un 19,1% di PIL (più di quattro volte dei costi di finanziamento) è stato l'effetto depressivo per via degli stabilizzatori automatici. Tale effetto depressivo può peraltro essere esacerbato dal coinvolgimento del settore privato e soprattutto può essere rischioso nel caso in cui nelle more della decisione, l'entità della risoluzione si riveli più ampia di quella inizialmente preventivata. A questo ragionamento si potrebbe obiettare che mentre tutti i contribuenti si trovano nella stessa giurisdizione del soggetto sottoposto a risoluzione, alcuni creditori potrebbero essere stranieri, sicché si ravviserebbe un vantaggio nel poter far diminuire l'impatto sulle finanze pubbliche del Paese dove opera il soggetto. Tale argomento è però tutto fuorché solido. In primo luogo la prima conseguenza potrebbe essere semplicemente un più alto costo di finanziamento per via di maggiori premi al rischio, che in alcuni casi potrebbe rendere il dissesto anche più probabile⁶³⁵. Inoltre in condizioni di profonda interdipendenza, ci troviamo alternativamente ad essere beneficiari di capitali esteri ma anche creditori verso questi Paesi, ma soprattutto all'interno dell'Unione, in virtù del principio del mutuo riconoscimento, la crisi di un intermediario sistemico coinvolgerebbe in misura considerevole diverse giurisdizioni, annullando quindi questo ipotetico vantaggio del «paga il vicino». Non si può in definitiva escludere *a priori* che sotto il profilo della salvaguardia delle finanze pubbliche la soluzione del salvataggio interno sia sempre migliore (o comunque significativamente migliore) del salvataggio esterno, soprattutto per gli eventuali costi aggiuntivi legati alla tempistica e all'impatto sulla stabilità

⁶³⁴ I dati sono quelli di Laeven L. et Valencia F., 2013, *Systemic Banking Crises Database*, op. cit..

⁶³⁵ Così ad esempio Avgouleas E. et Goodhart C., 2016, *Critical Reflections on bail-in*, op.cit., pp. 16 - 17: «Arguably, in contrast to bailouts, where all the taxpayers are, in some sense, domestic constituents, an advantage of bail-in is that some creditors may be foreign, but this is an elusive and possibly false advantage. The aim to penalize Russian creditors of Cypriot banks might have played a significant role in the way that 'rescue' was structured. Similarly, the treatment of the creditors of Icelandic banks was organized in such a way as to give preference to domestic depositors over foreign bondholders.⁵² But the foreign investors would, of course, realize that they were in effect being targeted, so that they would both require a higher-risk premium and flee more quickly at the first sign of potential trouble».

finanziaria, per cui - in alcuni casi - il salvataggio esterno «potrebbe di conseguenza essere un buon investimento per i contribuenti»⁶³⁶.

III.2.c.2. Solo il *bail-in* è in grado di limitare l'azzardo morale?

Se la prima condizione a cui si è disposti a sacrificare qualcosa in termini di stabilità finanziaria non appare pienamente soddisfatta, giova allora concentrarsi sulla seconda. Nessuno può certamente dubitare circa la capacità del *bail-in* di contenere l'azzardo morale, non tanto per la disciplina di mercato, quanto per il fatto che coloro i quali in forza delle proprie partecipazioni detengono il controllo sull'ente o sul gruppo, sanno già in anticipo che l'applicazione di un *bail-in* (o almeno di un *write-down*), influirà certamente sugli assetti proprietari. Peraltro in questo caso si verifica una linearità di conseguenze ammirevole in se stessa: più sarà grande il dissesto, maggiore sarà la necessità di svalutazione, più ampio in definitiva sarà l'incentivo per una condotta prudente.

Sul legame fra salvataggio interno e dissuasione all'azzardo morale sono tuttavia necessarie alcune specificazioni. In primo luogo perché la dissuasione sia efficace, gli operatori devono essere coscienti del fatto che stiano assumendo rischi ragguardevoli. Così ad esempio è stato argomentato - in controtendenza rispetto a quanti vedono nell'intermediazione eccessiva sempre e comunque un prodotto della malafede - che negli anni precedenti allo scoppio delle tensioni sui mercati finanziari, l'euforia generalizzata aveva condotto ad una sottostima dell'entità reale del rischio⁶³⁷. Una critica di questo tipo tuttavia, che certamente coglie del

⁶³⁶ Così Micossi S. et Bruzzone G. et Cassella M., 2014, *Bail-in Provisions in State Aid and Resolution Procedures: Are they consistent with systemic stability?*, op. cit., p. 40: «may therefore even be a good investment for the taxpayer». In maniera ancora più netta ed accalorata, a tratti quasi «antitedesca», la stessa posizione è stata espressa da De Grauwe P., 2013, *The new bail-in doctrine: A recipe for banking crises and depression in the eurozone*, Centre for European Policy Studies, Commentary. 4 Aprile.

⁶³⁷ Sul punto ad esempio De Grauwe, P. (2011), *A less punishing, more forgiving approach to the debt crisis in the eurozone*, Centre for European Policy Studies, Policy Brief, n. 230, Gennaio, che a p.1 parlando della dissuasione dell'azzardo morale, afferma che «it works only when these agents [banks] know they are doing something wrong that is subject to punishment. If they are not aware that they are committing an offence, the threat of punishment will not discipline them. During the good years prior to the crisis, few people realised that they were doing something wrong that would lead to punishment. Private investors were blinded by euphoria and did not see the risks. Bankers took excessive risk because they massively underestimated it. This underestimation had two dimensions. First, bankers underestimated the risk on their own balance sheets and second, they did not take into account the systemic risks they created by over-leveraging. They were driven to do this by the sense of euphoria that infused the bubble and boom periods and that blinded almost everybody, including the supervisors, from seeing the risks. So having the punishment would not have changed their behaviour». Il clima di incomprendimento circa l'approssimarsi di gravi

vero, risulterebbe ugualmente sterile ai fini del *policy design*, dal momento che se ci si limita ad affermare che gli operatori possono non avere contezza del rischio, allora qualsiasi tipo di dissuasione potrebbe rivelarsi inefficace.

Ipotizziamo allora che gli operatori, complice una normativa oggi più stringente sul ruolo del rischio nell'adeguatezza patrimoniale⁶³⁸, siano più preparati che in passato a non perdere la testa di fronte ad un andamento positivo dei mercati finanziari o almeno ad avere piena coscienza dei rischi che si assumono, anche se agiscono strategicamente. Nel confronto fra salvataggi interni ed esterni apparirà allora più utile domandarsi se attraverso questi ultimi non sia davvero mai possibile ridurre l'azzardo morale. Invero per quanto attiene a questo punto, può soccorrere l'analogia addotta all'inizio del presente capitolo con le ristrutturazione dei debiti sovrani, in cui il problema dell'azzardo morale era pervasivo⁶³⁹. Prima che si cominciasse a parlare di qualsiasi forma di coinvolgimento del settore privato, la prima soluzione che fu trovata all'azzardo morale (e che fu poi concretamente adottata) fu quella di subordinare prestiti a precise condizionalità⁶⁴⁰. Il discorso potrebbe quindi essere riversato dalle crisi del debito alle crisi bancarie, dietro comunque la precisazione che si non si sta parlando di tutti quei casi in cui un gran numero di banche vadano incontro a potenziale

tensioni sui mercati finanziari è peraltro ben descritto (il clima appunto, senza alcuna pretesa di realtà narrativa) dall'ormai celebre libro *The Big Short: Inside the Doomsday Machine* di Michael Lewis, da cui è stata tratta l'omonima pellicola «La Grande Scommessa», regista Adam McKay. Tale clima generalizzato di euforia, incurante per la crescita del rischio, è descritto come matrice comune di ogni crisi finanziaria nell'ormai classico Kindleberger C.P. et Aliber R.Z., 1978, *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*. Palgrave Macmillan, Palgrave Macmillan, Basingstone, UK.

⁶³⁸ Sull'importanza della regolazione per una buona comprensione da parte degli operatori, si veda Masera R., 2011, *Taking the moral hazard out of banking: the next fundamental step in financial reform*, articolo pubblicato in «PSL Quarterly Review», Vol. 64, n. 257, pp. 105 - 142. Si tenga conto del fatto che l'autore fu membro di quel famoso comitato presieduto da Jacques De Larosière di cui abbiamo parlato nel capitolo I.

⁶³⁹ *Ex multis* vd. Atkeson A., 1991, *International lending with moral hazard and risk of repudiation*, articolo pubblicato su «Econometrica: Journal of the Econometric Society», Vol. 59, n. 4, pp. 1069 - 1089; Corsetti G. et Guimaraes B. et Roubini N., 2006, *International lending of last resort and moral hazard: A model of IMF's catalytic finance*, in «Journal of Monetary Economics», Vol. 53, n. 3, pp. 441 - 471.

⁶⁴⁰ Sul punto e senza pretesa alcuna di esaustività e con diverse prospettive si veda Santiso C., 2001, *World Bank and good governance: good governance and aid effectiveness: the World Bank and conditionality*, articolo apparso su «Georgetown Public Policy Review», Vol. 7, pp. 1 - 137; Drazen A., 2002, *Conditionality and ownership in IMF lending: a political economy approach*, articolo contenuto in «Economic Review», Fondo Monetario Internazionale, Vol. 49, n. 1, pp. 36 - 67; Stone R.W., 2008, *The scope of IMF conditionality*, pubblicato su «International Organization», Vol. 62, n. 4, pp. 589 - 620.

dissesto, per via della gravità congiunturale, circostanza che giustifica pienamente un supporto di liquidità, soprattutto però attraverso l'azione delle banche centrali⁶⁴¹; bensì del singolo ente o gruppo in «tempi normali» in prospettiva di quanto potrebbe accadere nel caso dovesse andare incontro a dissesto per condotte imprudenti. In linea di principio anche in questo caso il sostegno pubblico potrebbe essere subordinato a precise condizioni fissate *ex ante*, che collimino nella sostanza con gli effetti sull'amministrazione che si cercano di ottenere attraverso il salvataggio interno. Certo poi su come predisporre tali condizionalità vi sarebbe sicuramente da discutere, anche perché il rischio sarebbe duplice: se troppo strette rischierebbero a loro volta di sortire effetti prociclici, se troppo lasche finirebbero per non porre nessun disincentivo credibile all'azzardo morale. Sotto questo profilo pertanto appare certamente per semplicità preferibile il salvataggio interno, sebbene almeno in linea di principio non si ponga come unica strada praticabile per il contenimento dell'azzardo morale.

III.2.c.3. Restare con i piedi per terra: considerazioni conclusive sugli obiettivi del salvataggio interno

Cerchiamo quindi di trarre alcune conclusioni dal ragionamento che abbiamo condotto nel presente paragrafo. Siamo partiti dalla considerazione per cui la direttiva BRRD (e tutta la normativa europea ed interna che ne consegue) pone in posizione di equiparazione formale gli obiettivi della politica di risoluzione, a cui si aggiungono tuttavia quelli propri del meccanismo del salvataggio interno, frutto delle posizioni espresse nel dibattito che ne ha preceduto l'adozione. Nel coarcevo di molteplici esigenze a cui fare fronte, trovano spazio alterni obiettivi nati in tempi diversi ed assurti a diverse posizioni di rilevanza cognitiva a seconda dei successivi momenti di crisi. Ad esempio la preoccupazione circa gli effetti deteriori di una crisi bancaria sul sistema economico, a motivo della natura peculiare⁶⁴²

⁶⁴¹ Sulla teoria del *lender of last resort* in rapporto alle crisi bancarie si rimanda *ex multis* a Goodhart C.A.E., 1999 *Myths about the lender of last resort*, articolo contenuto in «International Finance», Vol. 2, n. 3, pp. 339 – 360; Goodhart C.A.E. et Illing, G., a cura di, 2002, *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort: A Reader*, Oxford University Press, Oxford, UK; Rochet J. C. et Vives X., 2004, *Coordination failures and the lender of last resort: was Bagehot right after all?*, articolo apparso su «Journal of the European Economic Association», Vol. 2, n. 6, pp. 1116 - 1147.

⁶⁴² In proposito cfr. Di Brina L., 2015, *La crisi della banca e degli intermediari finanziari*, capitolo inserito in Capriglione F., a cura di, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, Cedam, Padova, pp. 449 - 468. In particolare si legge alle pp. 449 - 450 che: «Le stesse esigenze di tutela di interessi generali, che inducono il legislatore a disciplinare il mercato finanziario, al fine di garantire la sana

della sua attività di intermediario, era già presente nella disciplina tradizionale delle procedure concorsuali⁶⁴³, che derogavano rispetto alla procedura fallimentare ordinaria⁶⁴⁴, sebbene si sia arricchita a fronte di una maggiore interdipendenza delle economie europee dell'idea di rilevanza sistemica (quando non globale), che giustifica l'interesse pubblico alla risoluzione. Anche l'idea di stabilità finanziaria non è certamente un fatto nuovo, sebbene prima dell'avvicinarsi della crisi finanziaria essa si ritenesse conseguita *ex se* attraverso la stabilità dei prezzi e la vigilanza prudenziale⁶⁴⁵. Soltanto dopo la prima ondata di crisi, come abbiamo già ricordato nel primo capitolo, un organismo appositamente creato, il Comitato Europeo per il Rischio Sistemico, ha ricevuto un mandato espresso per la tutela della stabilità finanziaria. Se poi passiamo a considerare i problemi tipici connessi con la stabilità finanziaria, ovvero la possibilità di azzardo morale da parte degli operatori economici che ne mina le fondamenta e il costo dei salvataggi pubblici, anche in questo caso vediamo essere messe a raffronto due

e prudente gestione e la stabilità degli intermediari, impongono di affrontare con speciali regole le situazioni critiche, che si manifestano su quel mercato. Può anzi osservarsi come la necessità di tutelare il risparmio e, più in generale, di salvaguardare la fiducia degli operatori nella stabilità del sistema finanziario si accentui proprio di fronte all'emergere di quelle situazioni di squilibrio, che i meccanismi fisiologici di controllo non sono stati in grado di prevenire».

⁶⁴³ Per procedure concorsuali si intendono l'amministrazione straordinaria e la liquidazione coatta amministrativa, oggi ai sensi delle Sezioni I e III, del Capo I, del Titolo IV, del D.Lgs. 385/1993.

⁶⁴⁴ Disciplinata dal Regio Decreto 16 marzo 1942, n. 267, cd. Legge Fallimentare.

⁶⁴⁵ Si fa presente tuttavia, a scanso di quanti volessero indebitamente accusare le banche centrali così come il decisore pubblico di una scarsa attenzione al problema, che l'idea di una stabilità finanziaria incorporata nella stabilità dei prezzi era largamente corroborata dalla riduzione della volatilità delle fluttuazioni finanziarie della seconda metà del Novecento e dei primi anni Duemila, che va sotto il nome di *Great Moderation*. Tale riscontro empirico, contrapposto invece alle reiterate crisi nei Paesi in via di sviluppo, confermava in quel contesto l'efficacia delle politiche monetarie delle banche centrali dei sistemi economici avanzati. Solo agli inizi degli Anni Duemila si cominciò a pensare che la stabilità finanziaria potesse costituire un obiettivo indipendente ed un mandato esplicito per le banche centrali, come dimostrano ad esempio Issing O., 2003, *Monetary and financial stability: is there a trade-off?*, Atti del Convegno «Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle», Basilea, Banca dei Regolamenti Internazionali, 28 - 29 Marzo; Ferguson R.W., 2003, *Should financial stability be an explicit central bank objective*, capitolo contenuto in Ugolini P.C. et Schaechter A. et Stone M., a cura di, *Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems*, Fondo Monetario Internazionale, Washington, pp. 208 - 223. Sulla Grande moderazione invece Cfr. Bernanke B., 2004, *The great moderation*, discorso riportato in Koenig E.F. et Leeson R. et Kahn G.A., 2012, *The Taylor Rule and the transformation of monetary policy*, Institutions Press Publication Hoover, Stanford, California; Summers P.M., 2005, *What caused the Great Moderation? Some cross-country evidence*, articolo pubblicato su «Economic Review», Federal Reserve Bank of Kansas City, Vol. 90, n. 3; pp. 5 - 32; Davis S.J., et Kahn, J.A., 2008, *Interpreting the great moderation: Changes in the volatility of economic activity at the macro and micro levels*, in «The Journal of Economic Perspectives», Vol. 22, n. 4, pp. 155 - 180; Galí J. et Gambetti L., 2009, *On the sources of the great moderation*, articolo apparso su «American Economic Journal: Macroeconomics», Vol. 1, n. 1, pp. 26 -57.

stagioni diverse, rispettivamente connesse la prima alla crisi dei mutui *subprime* e alla dottrina del *too-big-to-fail*, la seconda invece alle crisi del debito sovrano e al timore che crisi bancarie troppo ingenti si potessero ripercuotere in maniera deteriore sulle finanze pubbliche.

Per come abbiamo visto tuttavia non è sempre facile conciliare esigenze «simili e diverse» in una stessa procedura di risoluzione. Il modo in cui tali obiettivi vengano contemperati è rimesso quindi in buona sostanza alla sensibilità delle autorità che caso per caso debbono mettere in pratica le previsioni contenute nella BRRD. Resta fermo il fatto, che almeno nella congiuntura del dissesto, il salvataggio pubblico produca una minore volatilità dei prezzi, sicché la scelta del *bail-in* appare comunque preordinata ad una parziale rinuncia sotto questo profilo, dietro però il compenso di una riduzione dell'azzardo morale e del peso sulle finanze pubbliche. Ora occorre fare alcune precisazioni. Nei due paragrafi in cui abbiamo dato conto degli effetti sulle finanze pubbliche e sulla disciplina di mercato da parte del salvataggio interno, non abbiamo voluto affermare che tali obiettivi non siano punto conseguiti o che addirittura siano meglio tutelati attraverso il salvataggio pubblico. Semplicemente abbiamo mostrato come in alcune circostanze, il loro raggiungimento potrebbe essere soltanto parziale o comunque non tale da giustificare un sacrificio consistente sul versante della stabilità. Al di là quindi di una preferenza accordata al salvataggio interno o a quello pubblico - preferenza che soltanto la politica, sulla base di precise gerarchie valoriali sugli obiettivi da perseguire, è legittimata a formulare - a chi si occupa dell'analisi delle politiche pubbliche e in particolare della politica di risoluzione devono rimanere estranee letture assolutizzanti, dove troppo facili paradisi intervengono a redimere i presunti peccati mortali di ieri, che magari ieri l'altro erano dipinti come eccellenti opere di misericordia. Occorre dunque ricusare la vana ricerca della soluzione ottima, dell'opzione definitiva, dietro la constatazione per cui se la scienza (ma più in generale il sapere umano) procede per prove ed errori, lo stesso deve dirsi delle politiche pubbliche, dove tempo per tempo il decisore tenta di captare i bisogni economici e sociali e se possibile porre rimedio alle carenze più vistose mostrate dalle politiche in atto. In maniera decisamente modesta pertanto spetta allo studioso avanzare al più una critica tecnica dei fini.

In questo caso potrebbe pertanto dirsi che l'attuale politica di risoluzione risenta di un certo «complesso post-crisi», che tende ad esacerbare taluni problemi, la cui

rilevanza è certamente maggiore in congiunture burrascose, mentre appare più ridimensionata in tempi ordinari. Se quindi fra i tre obiettivi difficilmente coordinabili in tempi di crisi può essere ragionevole pensare di «contenere l'azzardo morale e tutelare le finanze pubbliche, cercando per quanto possibile di far salva la stabilità finanziaria», una sequenza più confacente ai tempi in cui crisi non si manifestano dovrebbe invece essere quella di «contenere l'azzardo morale e fare salva la stabilità finanziaria, cercando per quanto possibile di far salve le finanze pubbliche». Sui modi con cui tale sequenza di obiettivi possa poi essere posta in grado di operare, il dibattito può considerarsi aperto, ma sembra lecito attendersi che la prossima politica di risoluzione (ma lo stesso discorso può valere per il complesso della normativa post-crisi), quando il ricordo delle crisi degli anni Duemila e degli Anni Dieci si sarà reso un poco più distante, debba riallinearsi su assetti più orientati alla profittabilità dell'attività bancaria e alla tenuta degli intermediari, pena il rischio di danneggiare eccessivamente il canale trasmissione della politica monetaria.

III.3. IL RUOLO DEGLI OPERATORI

Come evidenziavamo già nella precedente sezione del presente capitolo⁶⁴⁶, la disciplina di mercato può trovare limiti all'interno delle carenze cognitive da parte degli operatori. Ci eravamo ripromessi dianzi di ritornare sulla questione, per esaminare soprattutto l'effettiva comprensione da parte degli agenti economici delle nuove regole.

Il fronte della disciplina di mercato non è tuttavia l'unico versante sul quale le interazioni fra gli attori - banche e risparmiatori - può incidere in maniera sostanziale sulle regole di risoluzione. Un secondo profilo di criticità emerge infatti dalla tempistica legata alla procedura di risoluzione, che come abbiamo succintamente accennato in precedenza, può vanificare, se trascurata, l'efficacia che ci si attende dall'applicazione dello strumentario della BRRD.

⁶⁴⁶ Vd. *supra* III.2.a.

III.3.a. La duplice dimensione della tempistica

Una malattia va curata per tempo, il prima possibile, una crisi bancaria va risolta al momento giusto. Il dissesto è infatti un virus particolare, che richiede una terapia *sui generis*, che va somministrato nell'arco di un tempo ben definito.

Molta dell'analisi sulla politica di risoluzione si è concentrata sul problema della tempistica⁶⁴⁷. Perché - viene da domandarsi - tanto interesse per una materia sulla quale la normativa, benché proceduralizzi la azione di risoluzione, allo stesso tempo non largisce indicazioni troppo precise? Il motivo che sottende al ruolo pervasivo della tempistica nella risoluzione deve rintracciarsi nel ruolo che gli operatori e in senso lato il mercato rivestono rispetto alla reale entità di una crisi bancaria. Questo perché gli operatori al diffondersi di notizie non rimangono inerti, ma come abbiamo più volte ricordato reagiscono anche in maniera piuttosto repentina, in questo caso in particolare cercando di minimizzare il pregiudizio che potrebbero patirne.

L'autorità dovrà quindi porre mente a due particolari profili della tempistica ed agire di conseguenza. Dovrà infatti capire sia quale sia il momento opportuno per avviare una azione di risoluzione, sia quanto tempo può avere realisticamente a disposizione per prendere le decisioni più rilevanti.

Cominciamo dal secondo aspetto. Si ricorderà in particolare che le misure concretamente adottate nel corso di una risoluzione traggono origine dalla valutazione *ex ante*. Si tratta forse del momento più delicato di tutta la procedura. In primo luogo essa deve avvenire in tempi brevissimi⁶⁴⁸, dal momento che la tutto fuorché improbabile fuga di notizie circa un imminente salvataggio interno potrebbe spingere i creditori a cedere in maniera fulminea le proprie posizioni, aggravando ulteriormente il dissesto. Vi è quindi un costo ben preciso nel tempo della procedura, che è misurabile nei termini delle perdite ulteriori che qualsiasi ritardo potrebbe cagionare. Peraltro la valutazione iniziale deve contenere una stima dell'estensione del salvataggio interno, delle passività coinvolte e della percentuale in cui esse saranno svalutate. Questa stima invero si palesa per essere

⁶⁴⁷ Ampiamente in Avgouleas E. et Goodhart C., 2016, *Critical Reflections on bail-in*, articolo apparso su «Journal of Financial Regulation», Vol. 1, n. 1, pp. 3 - 29.

⁶⁴⁸ Cfr. Huertas T.F., 2011, *The road to better resolution: from bail-out to bail-in*, capitolo contenuto in Beblavy M. et Cobham D. et Ódor L., a cura di, *The Euro Area and the Financial Crisis*, op. cit.; Dewatripont M., 2014, *European banking: Bailout, bail-in and state aid control*, op. cit. Già si è detto in precedenza (vd. III.1.b.) del tempo di riferimento di un fine settimana.

un vero e proprio *punctum dolens* di tutta l'architettura, dal momento che si tratta di calcoli non certo di facile natura, che per contro devono prendere forma sotto la spada di Damocle delle possibili reazioni ostili da parte degli operatori. Inoltre una stima troppo stretta potrebbe in caso di scenario avverso non rivelarsi sufficiente a superare la crisi in atto e richiedere quindi, con evidente imabrazzo, una successiva tornata di *bail-in*. Si potrebbe quindi essere condotti a credere che l'approccio migliore sia quello di tenersi abbondanti nella valutazione *ex ante*; tuttavia a ben vedere nemmeno sarebbe opportuna una valutazione troppo generosa, nella misura in cui un sacrificio eccessivamente sostenuto, oltre a rischiare di non ottemperare al principio di trattamento non deteriore, rischierebbe anche di mettere in dubbio la validità di un interesse pubblico a mantenere in vita l'istituto. Non sarà sfuggito poi all'osservazione di un lettore attento che nello svolgere un'operazione di questo tipo, bisogna saper anche stimare esattamente quanto sia l'ammontare delle passività aggredibili. Alla complessità di dette operazioni fa riscontro il fatto che nelle procedure concorsuali - e in Italia nella liquidazione coatta amministrativa⁶⁴⁹ - i tempi per l'accertamento del passivo e per la realizzazione dell'attivo sono decisamente lunghi e prevedono tutta una serie di scadenze e di possibili comunicazioni e istanze lungo le varie fasi del procedimento. Nell'azione di risoluzione invece, in questo famoso *weekend time*, occorre compiere operazioni del tutto simili per avere contezza di quanto sia effettivamente il passivo della banca (e fin dove possa essere aggredito), ma soprattutto quanto dell'attivo si possa sperare di realizzare, grandezza dalla quale evidentemente dipende anche l'estensione di un salvataggio interno. Si richiede in sostanza uno sforzo eroico per l'ampiezza della missione e il tempo a disposizione, da cui risulterà facile cogliere l'importanza del versante preventivo della BRRD e soprattutto della redazione e della revisione periodica dei piani di risoluzione. Se infatti la decisione deve prendere forma in due giorni o poco più, è chiaro che la

⁶⁴⁹ Basti pensare che ai sensi dell'Art. 86 del D.Lgs. 385/1993, i commissari liquidatori hanno tempo a comunicare l'ammissione provvisoria dei creditori alla procedura per un periodo lungo fino ad un mese. A decorrere dalla pubblicazione dell'elenco provvisorio, gli esclusi hanno a disposizione ulteriori sessanta giorni per richiedere la propria ammissione. In un massimo di ulteriori trenta giorni (e siamo quindi già a 120 giorni) i commissari depositano l'elenco definitivo. Si noti in particolare come i tre mesi in questione, già decisamente lontani dal «*weekend time*» della risoluzione, costituiscano per vero la sola prima fase della liquidazione coatta, a cui dovranno aggiungersi la realizzazione dell'attivo, l'effettuazione dei riparti, insieme alle procedure legate alle insinuazioni tardive e gli adempimenti finali. Da queste considerazioni può facilmente immaginarsi quanto ampio sia lo sforzo richiesto all'autorità di risoluzione in un arco di tempo decisamente più ristretto di quello della liquidazione.

autorità di risoluzione deve arrivarvi preparata, se del caso beneficiando anche delle informazioni acquisite dall'autorità di vigilanza.

Avevamo detto tuttavia che la variabile tempo non rileva soltanto in guisa di estensione della fase decisionale, ma anche come scelta del frangente opportuno in cui avviare la procedura. Per utilizzare una distinzione che appartiene alla tradizione filosofica occidentale di matrice classica, potremmo dire che i due profili sotto i quali nella risoluzione rileva il tempo sono quelli che i Greci avrebbero chiamato con distinti vocaboli *χρονος* e *καιρος*⁶⁵⁰, ovvero il tempo cronologico e sequenziale (della durata della procedura) e il momento propizio (in cui la procedura deve avere luogo). Questo secondo aspetto, il momento buono per avviare una risoluzione, non è certo fattore scontato; vi rimangono anzi intorno concreti margini di apprezzabilità da parte dell'autorità di risoluzione. Come si potrà intuire, la procedura non deve essere avviata quando sia ormai troppo tardi, dal momento che le perdite potrebbero essere divenute di entità tali, come dicevamo poco dianzi, da rendere proibitivo il costo di un salvataggio. In stadio avanzato peraltro una crisi potrebbe già aver riverberato i propri effetti deteriori in termini di contagio su tutto il mercato. Non vale dunque in questo campo la massima di Guicciardini, in altri ambiti decisamente pregnante, per cui «quando sei in partiti difficili, o in cose che ti sono moleste, allunga e aspetta tempo quanto puoi, perché quello spesso ti illumina o ti libera»⁶⁵¹. Per quanto attiene invece alla risoluzione delle crisi bancarie, se si è «in partiti difficili», prendere tempo non sembra la

⁶⁵⁰ Una buona definizione dei due concetti è fra le molte quella contenuta in Onians R.B., 1951, *The Origins of European Thought*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 343 - 349. In ogni caso concetti di questo tipo più che a definizioni formali, meglio si prestano ad evocazioni suggestive. Chi scrive ritiene che non si possa trarre idea migliore del *kairos* dall'omonimo fregio del III Secolo a.C., conservato nel convento di Suore Benedettine di Traù in Croazia, a propria volta ispirato ad una scultura bronzea di Lisippo, dove l'idea è personificata in un giovane nudo che corre, quasi a voler nascondersi dalla vista; così come il momento propizio è tanto difficile da individuarsi quanto rapido a svanire. Pare inoltre che sul basamento della stessa statua fosse inciso l'epigramma di Posidippo di Pella (API 275 = HE 3154 ss = 142 Austin et Bastianini) che in un dialogo immaginario con l'osservatore così recita, quasi a voler ritrarne una carta di identità di Kairos (personificato) per domande e risposte: «Chi era lo scultore e da dove veniva? Da Sikyon. / Come si chiamava? Lisippo. / E chi sei tu? Il Tempo che controlla tutte le cose. / Perché ti mantieni sulla punta dei piedi? Io corro sempre. / E perché hai un paio di ali sui tuoi piedi? Io volo con il vento. / E perché hai un rasoio nella mano destra? Come segno per gli uomini che sono più pungente di qualsiasi bordo pungente. / E perché hai dei capelli davanti al viso? Per colui che mi incontra per prendermi per il ciuffo. / E perché, in nome del cielo, hai la parte posteriore della testa calva? Perché nessuno che una volta ha corso sui miei piedi alati lo faccia ora, benché si auguri che accada, mi afferra da dietro. / Perché l'artista ti ha fogggiato? Per amor tuo, sconosciuto, e mi mise su nel portico come insegnamento»

⁶⁵¹ Guicciardini F., 1530, *Ricordi Politici e Sociali*, Serie II, n. 79, ora ripubblicato in Raffaele Spongano, a cura di, 1951, Sansoni, Firenze.

strategia più efficace; sicché si sarebbe portati a credere che occorra agire il prima possibile. A ben vedere tuttavia nemmeno agire con tempestività può rivelarsi una buona strada, se la procedura è avviata troppo presto⁶⁵². Va detto infatti che avviare una procedura di risoluzione comporta, come già abbiamo spiegato sopra, che sia soddisfatta la condizione per cui non sia prospettabile alcuna alternativa di mercato. Lo stesso problema può essere affrontato da un'altra angolatura. Avviare una procedura di questo tipo, significa platealmente negare che una alternativa di mercato sia possibile. Avviarla troppo presto, significherebbe quindi sbarrare la strada ad alternative, che con un poco di sforzo (o un poco di *moral suasion* sugli operatori) l'autorità di risoluzione potrebbe ugualmente indurre.

Inoltre non sarà sfuggita la scia di polemiche che si sono trascinati dietro i primi interventi di *burden sharing*, che pure erano di portata più ristretta rispetto ad un salvataggio interno. Non si può dunque pensare che una procedura di risoluzione, e a maggior ragione un *bail-in*, possano essere adottati in via precauzionale ai primi segnali di cedimento, «tanto per star sicuri». Il sacrificio che si impone ai creditori deve infatti ragionevolmente essere motivato dalla suffragata ipotesi che non sia possibile fare altrimenti. Non sarebbe altrimenti rispettato il criterio di proporzionalità. Inoltre gli effetti prociclici che la risoluzione di una banca potrebbe sortire sull'intero sistema, soprattutto in frangenti di crisi, quando controparti esposte possono facilmente vedere deteriorata in fretta la propria posizione, inducono ad usare comunque una certa cautela.

In definitiva dunque si comprende perché la normativa primaria in tema di risoluzione non fornisca indicazioni eccessivamente vincolanti in merito alla tempistica, mentre sembra decisamente più opportuno che sia l'autorità di risoluzione, dotata di personale dalle ampie competenze specifiche ed altresì delle informazioni necessarie⁶⁵³, a stabilire i tempi in cui la procedura debba prendere

⁶⁵² Allo stesso modo Avgouleas E. et Goodhart C., 2016, *Critical Reflections on bail-in*, op. cit., p. 14: «If the supervisor triggers bail-in early, then the full measure of losses may not have been fully revealed, risking further rounds of bail-in. But if the supervisor determines to use the bail-in tool at a later stage, when the full scale of losses to be imposed on creditors is revealed, they risk a flight of bank creditors who do not hold [...] bail-able debt».

⁶⁵³ Si tenga presente che se anche la Direttiva BRRD pareva paventarla come ipotesi residuale, (Art. 3, p. 3: « Gli Stati membri possono prevedere in via eccezionale che l'autorità di risoluzione sia l'autorità competente per la vigilanza»), nella gran parte dei casi le autorità di risoluzione non sono soggetti giuridici distinti dalle autorità di vigilanza (*rectius*: dalle banche centrali), in seno alle quali si sono costituite.

forma, soprattutto al fine di minimizzare le reazioni negative da parte degli operatori, che faciliterebbero il formarsi di *spillover* negativi, che la normativa, nella misura in cui si pone l'obiettivo di salvaguardare la stabilità finanziaria⁶⁵⁴, vorrebbe espressamente evitare.

III.3.b. La comprensione delle regole da parte degli operatori

Come abbiamo più volte ripetuto, affinché la disciplina di mercato risulti efficace, occorre senz'altro che gli operatori riescano da un lato ad aver chiare le regole entro cui si muovono e dall'altro a comprendere quale sia l'entità del rischio che detengono in portafoglio. Il problema consiste quindi nel trasformare questi concetti in variabili misurabili, in modo tale da avere un riscontro empirico. Per vero alcune risposte sono già state avanzate sul tema in letteratura⁶⁵⁵. A questo tipo di impostazione desideriamo ricondurci, sebbene il nostro intento sia quello di arricchire la letteratura già prodotta sul tema con spunti di riflessione nuovi e spunti di ricerca, che affianchino quelli già esistenti, indagando però aspetti finora sottaciuti.

Nel vasto panorama di dati e informazioni inerenti ai mercati finanziari, occorre quindi innanzitutto domandarsi dove protendere lo sguardo e su quali basi empiriche costruire variabili effettivamente indicative delle grandezze che si intendono sottoporre ad analisi. Non è certamente questa un'operazione semplice, tuttavia in quest'opera di selezione può essere utile ricondursi a quello che era il dibattito, ma soprattutto il clima mediatico, che circondava all'inizio del 2016 l'entrata in vigore della nuova politica di risoluzione. Proprio da qui intendiamo partire.

III.3.b.1. Dove guardare?

Una delle maggiori critiche rivolta all'introduzione del salvataggio interno è stata quella di avere inciso in maniera retroattiva su rapporti già esistenti, in violazione

⁶⁵⁴ Vd. *supra* III.1.b.

⁶⁵⁵ Così ad esempio Pampurini F. et Banfi A., 2016, *L'impatto delle nuove regole di risoluzione della crisi sugli strumenti sottoposti al bail in: una verifica*, articolo pubblicato su «Osservatorio Monetario», n. 2/2016, pp. 26 - 37.

del principio generale del *tempus regit actum*⁶⁵⁶, in maniera diversa dalle indicazioni che in fase di negoziati erano pervenute per tramite del MEF, circa la preferenza di Banca d'Italia per un approccio graduale ed un meccanismo di *targeted bail-in*⁶⁵⁷.

Ai nostri fini della nostra analisi non interessa riaprire la discussione attorno al fatto che un salvataggio mirato fosse migliore sotto il profilo dell'equità e della certezza dei rapporti giuridici e che forse sarebbe stato più opportuno un regime transitorio; quello che a noi tocca più da vicino è il fatto che la retroattività delle regole sul salvataggio interno in linea teorica ci permetterebbe una misurazione della comprensione delle nuove regole da parte degli operatori. In che modo è possibile condurre un'operazione del genere? Dal momento che le norme sul salvataggio interno hanno inciso su rapporti già esistenti, aumentando il grado di rischio di passività che al momento della propria emissione potevano vantare una implicita garanzia pubblica, dovremmo attenderci *ceteris paribus* che i risparmiatori che detenevano in portafoglio tali titoli, se effettivamente hanno compreso il cambio imposto dalle nuove regole, ne abbiano quanto meno ridotto la quantità posseduta. Un'ipotesi del genere è altamente plausibile: un maggiore rischio riduce l'utilità del valore atteso e per attori tutto sommato avversi al rischio è preferibile la sostituzione con altri strumenti considerati più sicuri. L'effetto atteso non è tuttavia omogeneo sulle diverse classi di titoli bancari. Se infatti si

⁶⁵⁶ In maniera netta sul punto ad esempio Cuocolo L., 2016, *Bail-in incostituzionale?*, articolo pubblicato su «Lavoce», n. 15 Luglio: «Le procedure di bail-in si applicano anche a chi ha investito prima dell'entrata in vigore della nuova normativa, senza contezza dei possibili rischi. Simile disciplina retroattiva non è di per sé incostituzionale, ma deve essere valutata secondo il rigoroso scrutinio della ragionevolezza. E la questione è aperta».

⁶⁵⁷ Sul punto può essere utile la lettura di Visco I., 2016, *Audizione del Governatore della Banca d'Italia*, in «Indagine conoscitiva sulle condizioni del sistema bancario e finanziario italiano e la tutela del risparmio, anche con riferimento alla vigilanza, la risoluzione delle crisi e la garanzia dei depositi europee», 6^a Commissione Finanze e Tesoro, Senato della Repubblica, Roma, 19 Aprile, in particolare p. 17«Il nostro approccio negoziale, ripetutamente espresso nelle sedi ufficiali, era diverso: il bail-in avrebbe dovuto avere natura contrattuale, non avere effetti retroattivi sui titoli di credito già emessi ed entrare in vigore con adeguata gradualità. In particolare, nel marzo 2013, durante il negoziato sulla BRRD svolto presso il Consiglio dell'Unione, la Banca d'Italia e il Ministero dell'economia e delle finanze presentarono in sede tecnica una proposta (non-paper) distribuita a tutte le delegazioni, diretta a illustrare le ragioni della nostra preferenza per un approccio contrattuale (o targeted) al bail-in, in cui lo strumento sarebbe stato applicato soltanto a titoli di nuova emissione contenenti una espressa clausola contrattuale che prevedesse il potere delle autorità di svalutare o convertire i crediti al ricorrere delle condizioni per l'avvio della risoluzione. Eravamo, e restiamo, convinti che questo approccio consentisse di dotare le autorità di uno strumento di risoluzione credibile, utilizzabile per risolvere la crisi di una banca in modo efficace, senza effetti indesiderati sulla stabilità finanziaria e senza costi per il contribuente».

considera la concreta struttura del passivo delle banche italiane emerge il fatto che le passività le quali sono state significativamente gravate da un maggiore grado di rischio rispetto allo stato di cose precedenti al salvataggio interno sono le obbligazioni subordinate.

Andiamo con ordine. In primo luogo occorre fare un passo indietro e concentrarsi sui dati relativi all'ultimo anno prima dell'entrata in vigore delle nuove regole, ovvero il 2013⁶⁵⁸, anno in cui i risparmiatori e gli investitori potevano appunto comporre i propri portafogli senza timore alcuno per un eventuale salvataggio interno⁶⁵⁹. Il 2013 rappresenta per noi lo stadio iniziale, sul quale sono intervenute successivamente le nuove regole della BRRD, per questo il dato di fine anno può essere preso come punto zero dal quale misurare le reazioni degli operatori. La scelta del 2013 in particolare riflette il fatto che se anche a livello interno la normativa di recepimento è del 2015, nel 2014 in virtù della già predisposta normativa europea, gli investitori più accorti potevano presagire il fatto che essa avrebbe trovato spazio all'interno della disciplina nazionale. Al contrario qualcuno potrebbe asserire che così ragionando già a partire dalla comunicazione del 2012 da parte della Commissione⁶⁶⁰ l'idea di stabilire una nuova politica di risoluzione fosse già nell'aria. Nondimeno tale punto di partenza sarebbe troppo remoto, perché d'abitudine non basta una mera dichiarazione di intenti per aspettarsi che un progetto prenda effettivamente forma. Al contrario l'adozione di una direttiva può costituire un buon *dies a quo*, dal momento che entro le scadenze ivi contenute gli Stati nazionali saranno chiamati a darvi attuazione.

Nell'analizzare poi i dati medi sul passivo delle banche, conviene che gruppi e gli enti bancari siano divisi fra grandi, medi e piccoli, dal momento che come abbiamo rilevato nel capitolo II il presupposto fondamentale all'avvio di una procedura di risoluzione è il ravvisamento di un interesse pubblico, il quale si lega in via precipua proprio con le dimensioni (e quindi con l'entità delle possibili ricadute

⁶⁵⁸ Noi prendiamo questi dati per comodità da Laviola S. et Loiacono G. et Santella P., 2015, *L'Unione Bancaria e il possibile impatto dei nuovi strumenti di risoluzione delle crisi: un'analisi empirica*, articolo pubblicato su «Aperta Contrada - Riflessioni su società, diritto, economia», 23 giugno. Il lavoro ha fatto seguito al convegno «Il modello italiano di intermediazione finanziaria», Firenze, 28 Novembre 2014. In particolare i dati riportati dagli autori provengono dalla banca dati *Dealogic* per la parte relativa alle obbligazioni, mentre quelli inerenti all'ammontare dei depositi protetti (invero poco rilevanti per quello si vedrà ai fini della nostra analisi) sono rintracciati nelle stime della Commissione Europea, che anche noi abbiamo richiamato nel Capitolo II.

⁶⁶⁰ Vd. Capitolo I

negative di *spillover*) della banca in dissesto. Le banche di minori dimensioni rimarranno quindi sullo sfondo del ragionamento, nella misura in cui le considerazioni fatte per le banche maggiori valgono anche per loro o quando siano utilizzate in guisa di termine di raffronto.

Fatte queste premesse possiamo passare a considerare la struttura del passivo delle banche italiane al 31 Dicembre 2013, ripartite fra grandi, medie e piccole, illustrata dal grafico sotto riportato.

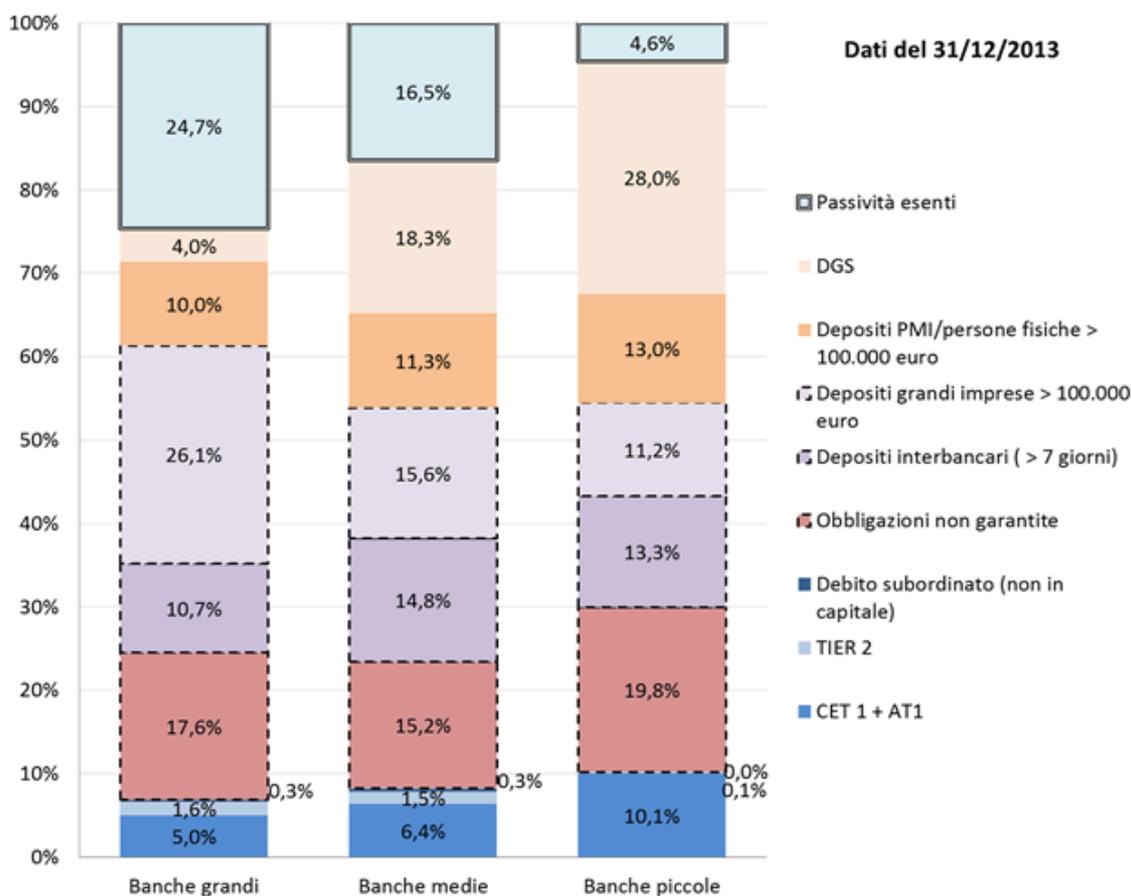


Figura 9: Struttura del passivo delle banche italiane al 31 Dicembre 2013, Fonte: Laviola S. et Loiacono G. et Santella P., 2015.

Nel CET 1⁶⁶¹ (Common Equity Tier 1) rientrano le azioni ordinarie⁶⁶², mentre fra gli gli strumenti aggiuntivi di classe 1 (AT 1 - Additional Tier 1) sono annoverati le

⁶⁶¹ Si tenga presente che per questi dati si usano le denominazioni tipiche utilizzate per il calcolo dei coefficienti patrimoniali derivanti dagli Accordi di Basilea, contenute anche nella Direttiva CRDIV e nel Regolamento CRR di trasfusione di tali accordi di *soft-law*.

⁶⁶² Ai sensi dell'Art. 28 del Regolamento CRR rientrano all'interno del Tier 1, oltre agli strumenti di capitale, i sovrapprezzi di emissione (relativi agli strumenti di capitale che rientrano nel Tier 1), gli utili non distribuiti, i fondi per i rischi bancari generali, altre riserve e altre componenti di conto economico complessivo accumulate. Per le deduzioni necessarie al calcolo dal CET 1 si rimanda, oltre che al dato normativo, agli opportuni testi in materia, fra cui Saunders A. et Millon Cornett M.,

obbligazioni subordinate perpetue⁶⁶³ e gli strumenti ibridi, fra cui alcune obbligazioni convertibili (*CoCo bonds*⁶⁶⁴). All'interno del Tier 2, insieme alle altre componenti, rinveniamo il grosso delle obbligazioni subordinate, suddivise fra Tier Superiore se di durata più lunga dei dieci anni e in Tier inferiore se con scadenza fissata fra un minimo di cinque anni e la soglia dei dieci, che le classificherebbe nel livello superiore. Infine il grafico riporta la dicitura di «*subordinated debt*», che corrisponde alla vecchia categoria di Basilea II del Tier 3, che ricomprende sempre obbligazioni subordinate, con durata però compresa dai due ai quattro anni. Poiché tuttavia le regole di Basilea III non hanno più ricompreso gli strumenti di Tier 3 nel computo del patrimonio di vigilanza, le già poco comuni obbligazioni subordinate di classe terziaria, sono ormai in via di sparizione, anche perché oltre alla scadenza naturale di tali titoli si aggiunge il fatto che il 2018 sarà l'ultimo anno del regime transitorio fra i due diversi Accordi di Basilea.

Seguono infine le obbligazioni *senior*, i depositi aggredibili dal *bail-in*, i depositi protetti per i quali possono essere chiamati ad intervenire i sistemi di garanzia.

Ora, rispetto a queste categorie occorre valutare in che misura l'introduzione delle nuove regole abbia peggiorato il grado di rischio delle diverse categorie, lasciando un poco in un cono d'ombra le banche di dimensioni più contenute, per le quali come abbiamo più volte ricordato potrebbe non essere ravvisabile l'interesse pubblico alla risoluzione. Per le banche di medie e grandi dimensioni la somma degli strumenti di classe 1, primario (*core*) e aggiuntivo, di classe 2 e della residua parte di obbligazioni subordinate è pari rispettivamente all' 8,2 % e al 6,9 % del passivo. Denotiamo questa grandezza formata da strumenti aggredibili prima delle obbligazioni con la lettera A.

edizione italiana a cura di Anolli M. et Alemanni B., 2011, *Economia degli intermediari finanziari*, Terza Edizione, Mc Graw Hill, New York.

⁶⁶³ Si tenga presente che non tutte le obbligazioni subordinate rientrano nella stessa categoria patrimoniale. Per semplicità di discorso può dirsi che esse sono tanto più vicine agli strumenti di capitale «puro» quanto più la loro durata è lunga, sicché quelle perpetue vanno annoverate fra gli strumenti aggiuntivi di classe 1. Le altre obbligazioni subordinate saranno invece graduate nelle diverse collocazioni di *Upper e Lower Tier 2*.

⁶⁶⁴ *Contingent Convertible Bonds* - in argomento e soprattutto sul legame di questi strumenti con la funzione di assorbimento delle perdite può essere di interesse la lettura di Delivorias A., 2016, *Contingent Convertible Securities: is a storm brewing?*, Servizio Studi del Parlamento Europeo, Briefing, Maggio; Id., 2017, *Ranking of unsecured debt instruments in insolvency hierarchy*, Osservatorio Legislativo Parlamento Europeo, Briefing - EU legislation in progress. Si tenga infine presente che anche in questo caso alcune obbligazioni convertibili possono ricadere in categorie meno rischiose e quindi all'interno del Tier 2.

$A = \text{Tier 1} + \text{Tier 2} + \text{Subordinate Residue}$

$A_{\text{medie}} = 6,4\% + 1,5\% + 0,3\% = 8,2\%$

$A_{\text{grandi}} = 5,0\% + 1,6\% + 0,3\% = 6,9\%$

Per ciò che concerne gli strumenti di Tier 1 e le azioni in particolare, gli operatori non sono stati sottoposti ad una nuova struttura di incentivi a seguito dell'introduzione delle nuove regole di risoluzione, dal momento che già in partenza le azioni costituivano capitale di rischio. Peraltro gli orientamenti sul *burden sharing* formulati da parte della Commissione Europea, avevano già chiarito proprio nell'anno di riferimento che qualsiasi salvataggio sarebbe stato subordinato ad un sacrificio delle pretese degli azionisti. La stessa cosa non può dirsi tuttavia per le pretese dei creditori, le quali come più volte abbiamo ricordato beneficiavano di un'implicita garanzia pubblica, per via dei salvataggi a carico delle finanze pubbliche. In prima battuta si potrebbe per questo ritenere che sulla base della Direttiva BRRD (e tutta la normativa europea e nazionale che a questa ha fatto seguito), tutte le pretese creditorie siano peggiorate sotto il profilo del rischio, perché potenzialmente chiamate a ripianare le perdite. L'idea, in astratto inconfutabile, muta tuttavia di tenore se si scende al piano dei fatti, dove invece non si può ritenere che tutte le pretese dianzi menzionate siano state aggravate in misura eguale.

In primo luogo occorre tenere presente che in caso di risoluzione, al raggiungimento della quota dell'8% di *bail-in* delle passività ammissibili, può scattare l'intervento del fondo di risoluzione. A fine del 2013 per le banche medie la soglia dell'otto per cento era interamente ricompresa all'interno della grandezza A, con una quota eccedente la soglia dello 0,2%, cosicché ammettendo l'intervento del fondo al superamento della soglia, si poteva ritenere che le obbligazioni *senior* e i depositi sarebbero stati fatti salvi dalla procedura di risoluzione.

A questa considerazione si potrebbe obiettare il fatto che il fondo possa intervenire limitatamente al 5% delle passività totali, sicché sempre per rimanere sul piano della teoria non è da escludere la possibilità che un intervento di questo tipo esenti i crediti ordinari ed i depositi dal salvataggio interno. Se tuttavia ancora una volta si ritorna dal piano giuridico a quello economico, non si potrebbe fare a

meno di notare che il massimo intervento da parte del fondo avrebbe luogo in questa misura del 5% dopo un previo *bail-in* pari già all'8%. Questo significherebbe che le risorse messe a disposizione della risoluzione dovrebbero eguaglierebbero perdite pari al 13% (8% di *bail-in* e 5% di intervento del fondo) delle passività totali. Affinché per le banche di media dimensione siano coinvolte anche le obbligazioni ordinarie, sarebbero quindi necessarie perdite superiori al 13%; ipotesi questa che si scontra brutalmente con il dato empirico, il quale ci mostra che anche negli anni più turbolenti di crisi le perdite medie nel settore bancario si sono attestate su valori inferiori al 3% (distanti quindi più di dieci punti percentuali dalla soglia alla quale le obbligazioni ordinarie sarebbero a rischio), mentre solo in un caso è stato superato l'8%, sebbene di poco⁶⁶⁵ (e non quindi dei cinque punti percentuali ammessi con l'intervento del fondo)⁶⁶⁶.

A conclusioni parzialmente diverse, benché non difformi nella sostanza, potevano pervenire i detentori di obbligazioni subordinate delle banche di maggiori dimensioni. In questo caso la grandezza A non arrivava a fine 2013 alla quota dell'8%, per una differenza pari all'1,1% in medi delle passività totali. Questo dato non inficia tuttavia il nostro ragionamento, poiché non si deve perdere di vista che cosa è accaduto sul versante dei titoli diversi dal capitale azionario, ricompresi nella grandezza A. Per questi ultimi su tutti indistintamente è venuto a configurarsi il rischio di un coinvolgimento nel salvataggio interno. Per quanto riguarda invece le obbligazioni ordinarie, parliamo di un 1,1% del passivo distribuito su un 17,6%. Per essere chiari la situazione agli occhi dell'operatore era quella per cui su cento obbligazioni in suo possesso, soltanto sei⁶⁶⁷ avrebbero a nuove regole potenzialmente rischiato di essere svalutate, peraltro dietro la condizione piuttosto remota per cui si fossero verificate perdite di valore superiore alla media registrata in tempi di crisi.

⁶⁶⁵ Constâncio V., 2014, *Banking Unione and European Integration*, Intervento del Vicepresidente della Banca Centrale Europea, OeNB Economics Conference, Vienna, 12 Maggio. Il periodo cui si fa riferimento è quello compreso fra gli anni 2008 e 2010.

⁶⁶⁶ In tempi normali sembrerebbe peraltro verosimile che perdite isolate, non aggravate dal contesto di ciclo negativo, possano attestarsi anche su valori inferiori, che potranno essere risolte anche attraverso il solo impiego del write-down ristorativo di cui abbiamo parlato nel Capitolo II, senza che sia necessario avviare l'azione di risoluzione.

⁶⁶⁷ Precisamente 6,25, per come risulta dalla percentuale delle obbligazioni da coinvolgere nel salvataggio interno sul totale delle obbligazioni ordinarie, calcolabile mediante l'operazione $X = (0,0011/0,0176)100$.

Se queste sono le premesse - da un lato le azioni che già nel vecchio assetto erano capitale di rischio e dell'altro crediti che sebbene in via teorica assoggettabili a *bail-in*, in concreto continuano ad essere ragionevolmente sicuri - consegue che gli unici titoli sui quali sia aumentato in maniera significativa il grado di rischio come conseguenza del nuovo impianto normativo, sono le obbligazioni subordinate. Poiché però come abbiamo detto l'ambito di applicazione oggettivo delle nuove regole ha riguardato anche le passività già emesse, questo ci permette di formulare alcune aspettative su come gli attori economici avrebbero dovuto reagire. Se infatti essi avessero compreso esattamente la struttura di incentivi e disincentivi posta dalla direttiva BRRD, trovandosi a detenere in portafoglio titoli accresciuti nel rischio, avrebbero dovuto cederne almeno in parte, scambiandoli con altri titoli in modo tale da comporre un nuovo portafoglio dal valore atteso equiparabile a quello di partenza. Detto altrimenti se gli operatori hanno capito come funziona la procedura di risoluzione, nel 2014 dovrebbe essersi verificato sulle obbligazioni subordinate un movimento maggiore rispetto a quello registrato sulle altre pretese assoggettabili al salvataggio interno.

III.3.b.2. La risposta di Pampurini e Banfi, insieme alla nostra

Da considerazioni di questo tipo hanno preso le mosse Alberto Banfi e Francesca Pampurini, che in un loro saggio del 2016 hanno sottoposto a controllo empirico un'ipotesi in larga parte identica a quella da noi formulata sopra⁶⁶⁸, con l'obiettivo di verificare se gli operatori - ed in particolar modo gli operatori *retail* - avessero effettivamente compreso la portata delle nuove regole⁶⁶⁹. Noi per comodità abbiamo scelto di giovarci dei loro dati per la particolare robustezza del campione e per il rigore dell'analisi; ma soprattutto perché la prospettiva entro cui leggiamo gli stessi dati, benché su alcuni punti lievemente diversa dalla loro, ben può

⁶⁶⁸ Pampurini F. et Banfi A., 2016, *L'impatto delle nuove regole di risoluzione della crisi sugli strumenti sottoposti al bail in: una verifica*, articolo pubblicato su «Osservatorio Monetario», n. 2/2016, pp. 26 - 37.

⁶⁶⁹ In particolare *ivi*, p. 26: «L'obiettivo dell'analisi è quello di verificare se gli investitori che hanno acquistato tali strumenti siano effettivamente consapevoli del diverso contenuto di rischio che li caratterizza e se l'entrata in vigore della nuova normativa *sul bail in* abbia in qualche modo alterato le aspettative e la percezione del rischio di coloro che avevano acquistato questi strumenti in un periodo in cui si era soliti far ricorso alle procedure di *bail out* per salvare le banche che si trovavano in situazioni di difficoltà».

convivere - come vedremo - a seconda del problema considerato, a fianco ed in autonomia rispetto alla risposta offerta nel loro saggio.

Gli autori sono partiti da premesse in tutto e per tutto simili alle nostre, presupponendo che le pretese per le quali fosse variato in maniera consistente il grado di rischio fossero le obbligazioni subordinate⁶⁷⁰, mentre da un lato le azioni incorporano un grado di rischio coerente con la propria natura di quota del capitale sociale e dall'altro i crediti diversi dalle obbligazioni subordinate - per come abbiamo dianzi dimostrato - sono in concreto distanti dall'essere necessariamente assoggettati al salvataggio interno. In definitiva si può delineare per le azioni un rischio che non cambia, per i crediti un rischio che potenzialmente potrebbe essere più elevato, ma che un attore razionale riconosce come irrilevante. Restano quindi le subordinate. Ad avvalorare l'idea che una rimodulazione del rischio avvenga soprattutto per questa tipologia di emissione, va fatto presente come rispetto al controfattuale delle obbligazioni ordinarie, queste presentino una scadenza (*maturity*) più lunga, sicché l'operatore deve incorporare il rischio sul mantenimento del titolo in portafoglio (a meno che non scelga appunto di venderlo) su un orizzonte temporale più esteso. Si noti in particolare che la maggior parte delle obbligazioni subordinate presentano una scadenza pari o superiore ai dieci anni.

⁶⁷⁰ In realtà Pampurini e Banfi la struttura di rischio per tipologia di credito la hanno appunto presupposta, dando per scontato che fosse fatto immediatamente evidente che il campo di indagine dovesse muoversi attorno alle obbligazioni subordinate. A chiosa dell'affermazione per cui l'analisi debba vertere sugli strumenti suddetti, essi brevemente motivano la scelta asserendo che: «Tutto ciò è in linea con la funzione economica di uno strumento quale un'obbligazione subordinata che, rappresentando una forma ibrida tra lo strumento obbligazionario e lo strumento di capitale, assolve anche una funzione di presidio dei rischi ed è importante che si configuri come una forma di raccolta mediamente stabile nel tempo». Per parte nostra nel paragrafo precedente abbiamo preferito dimostrare la premessa in maniera più rigorosa, a motivo tanto di una migliore comprensione da parte del lettore.

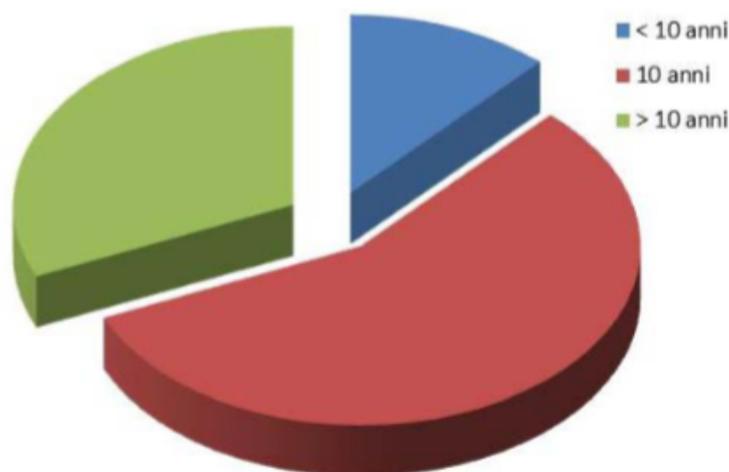


Figura 20: Obbligazioni subordinate per scadenza; Fonte: Pampurini et Banfi, 2016

Al contrario per la quasi totalità⁶⁷¹ delle obbligazioni ordinarie la scadenza dei titoli è inferiore ai due anni, sicché questo elemento può aver contribuito, soprattutto per i detentori di obbligazioni di banche per cui non si profilava all'ingresso delle nuove regole di risoluzione prospettiva alcuna di dissesto, ad una minore preoccupazione per il rischio di questi titoli, la cui vita residua in ogni caso poteva non essere eccessivamente estesa.

Per analizzare se (e in qual caso come) sia variato il prezzo delle subordinate in coincidenza con i momenti salienti del passaggio alle nuove regole, su un intervallo che si allarga dall'inizio del 2014 ai primi mesi del 2016⁶⁷², gli autori ricostruiscono un campione⁶⁷³ «composto da 113 prestiti (emessi da 22 banche) per un controvalore all'emissione pari a 51,3 miliardi di euro»⁶⁷⁴, dei quali 103, per un controvalore di 48,6 miliardi di euro risultano scambiati in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione. L'estensione del campione dal canto suo è generosa sotto il profilo della robustezza, dal momento che rappresenta l'82% del mercato. Accanto al campione delle obbligazioni subordinate, ai fini dello scomputo di eventuali dinamiche spontanee, gli autori ne costruiscono un secondo di obbligazioni ordinarie, prendendo in considerazione

⁶⁷¹ Nel campione descritto sotto queste rappresentano l'85%.

⁶⁷² Si noti a tale proposito come noi abbiamo ricostruito la struttura del passivo per come risultante al 31 dicembre del 2013, in modo tale da avere chiaro il complesso di incentivi e disincentivi in cui si muovevano gli attori all'avvicinarsi della nuova politica di risoluzione.

⁶⁷³ I dati utilizzati sono quelli della banca dati Thomson Reuters Eikon.

⁶⁷⁴ Pampurini F. et Banfi A., 2016, *L'impatto delle nuove regole di risoluzione della crisi sugli strumenti sottoposti al bail in: una verifica*, op. cit., p. 28.

3.082 tipi, per un controvalore di 321,8 miliardi, dei quali 1.123, per 276,5 miliardi, sono emessi dalle stesse banche (di dimensioni medio-grandi) che si finanziano anche attraverso obbligazioni subordinate; in questo caso la copertura del mercato⁶⁷⁵ risulta del 64%⁶⁷⁶.

Rispetto ai campioni sopra descritti gli autori hanno preso in considerazione l'andamento dei titoli quotati⁶⁷⁷, per i quali era quindi possibile avere informazioni precise e continue sull'andamento dei prezzi. In particolare è stato costituito un sub-campione, descritto dalla tabella di seguito riportata, per quelle banche per cui era possibile ricostruire con assoluta precisione l'andamento dei prezzi delle obbligazioni subordinate e di quelle tradizionali lungo l'intervallo temporale di riferimento. Si voglia notare fin d'ora come all'interno di questo sub-campione siano presenti sia banche allora considerate a rischio sia banche reputate più solide. Questo ovviamente ha comportato in fase di analisi un ulteriore discrimine fra le due tipologie.

⁶⁷⁵ Il raffronto può essere fatto prendendo in considerazione i dati contenuti in Appendice alla Relazione Annuale della Banca d'Italia. Ad esempio la Relazione Annuale del 2015 riporta il valore di 587,7 miliardi di euro come volume complessivo delle obbligazioni bancarie ordinarie. Cfr. Banca d'Italia, 2016, *Relazione Annuale 2015*, CXXII Esercizio, 31 Maggio.

⁶⁷⁶ Anche in questo caso tuttavia può essere garantito un buon grado di robustezza ai fini dell'analisi, giacché rispetto al campione delle obbligazioni *senior* - decisamente più ampio di quello delle subordinate - il 36,4% ($100 \times 1.123 / 3.082$) è quello relativo alle banche di maggiori dimensioni, quota che sale all'85,9% ($100 \times 276,5 / 321,8$) se si considera il controvalore in miliardi di euro. In termini di controvalore dunque i titoli di banche che al tempo stesso emettono obbligazioni subordinate, coprono il 55,0% del mercato. [percentuali da noi calcolate].

⁶⁷⁷ Nel rispettivo campione tali titoli ricoprivano il 91,2% delle obbligazioni subordinate, pari al 94,7% in termini di controvalore.

EMISSIONI PER BANCA	Numero di Emissioni		Controvalore (miliardi di €)	
	Subordinate	Ordinarie	Subordinate	Ordinarie
Intesa Sanpaolo	22	246	20,27	67,20
UniCredit	24	169	11,03	59,47
Banco Popolare	10	24	4,38	14,04
Monte dei Paschi di Siena	9	65	3,45	23,19
Unione di Banche Italiane	6	35	3,07	12,60
Mediobanca	3	98	1,45	16,42
Banca Carige	7	7	1,13	3,17
Banca Popolare di Milano	3	6	1,03	5,05
Banca Pop. dell'Emilia Rom.	3	7	0,52	4,08
Banca Popolare di Vicenza	1	68	0,20	4,16
Credito Emiliano	1	10	0,20	2,86
Credito Valtellinese	1	8	0,10	1,36
Totale	90	743	46,82	213,61

Tabella 4: Numero e controvalore di obbligazioni subordinate e ordinarie per emittente; Fonte: Tabella nostra su dati Pampurini et Banfi, 2016.

Di fondo il disegno dell'analisi - come già accennavamo - è consistito nel controllare se si fossero registrati andamenti anomali nel prezzo delle obbligazioni subordinate in coincidenza con i momenti più rilevanti riguardo all'introduzione delle nuove regole di risoluzione. Talune precisazioni sono tuttavia doverose. La scelta di comparare l'andamento delle obbligazioni subordinate a quello delle obbligazioni ordinarie, è servita a verificare che eventuali andamenti anomali non coinvolgessero entrambi i tipi di strumenti, dal momento che, dietro le premesse sull'aspettativa di variazione del rischio per le sole obbligazioni subordinate, una variazione congiunta sul prezzo dei titoli di entrambe le categorie non sarebbe evidentemente potuta essere imputabile all'introduzione del salvataggio interno, ma più propriamente si sarebbero dovute ricondurre a terze variabili esogene all'analisi.

In secondo luogo le variazioni oggetto di interesse debbono essere generalizzate e non legate a prestazioni negative idiosincriche, che riguarderebbero

evidentemente una banca soltanto, mentre nella misura in cui le nuove regole (variabile indipendente) coinvolgono tutti gli emittenti, allora anche gli effetti prodotti (variabile dipendente) si producano indistintamente su tutte le unità di analisi⁶⁷⁸. Del pari non può attendersi che l'effetto sia proporzionalmente pari su tutte le unità, giacché un ruolo rilevante circa la percezione del rischio detenuto in portafoglio (ed è peraltro un aspetto fondamentale della disciplina di mercato) è l'aspettativa sul futuro stato di salute della banca emittente⁶⁷⁹, per questo tanto maggiore⁶⁸⁰ dovrebbe essere l'effetto sul prezzo delle obbligazioni subordinate, quanto più la banca pare essere prossima ad un momento di difficoltà, che renderebbe maggiormente credibile (o almeno paventabile) l'ipotesi di una procedura di risoluzione e quindi del salvataggio interno. Poiché la composizione del sub-campione abbraccia entrambe le tipologie di banche, potrà essere interessante dar conto delle differenze, ma soprattutto delle similitudini, circa l'andamento dei rispettivi titoli.

Va detto inoltre che l'analisi può essere condotta secondo due direttrici principali, tendenziale e puntuale, laddove la seconda è in buona parte coincidente con quella

⁶⁷⁸ In altre parole si vuole depurare il rischio sistematico dal rischio specifico riconducibile ad un singolo emittente, poiché la relazione in analisi riguarda il sistema bancario nel suo complesso. Con specifico riferimento all'ambito bancario e finanziario vd. Acharya V.V. et Pedersen L.H. et Philippon T. et Richardson M., 2017, *Measuring systemic risk*, articolo pubblicato su «Review of Financial Studies», Vol. 30, n. 1, pp. 2 - 47.

⁶⁷⁹ Aspettative di questo tipo sono soprattutto adattive, giacché riflettono in larga parte l'andamento gestionale storicamente registrato. Sul tema *ex multis* vd. Nerlove M., 1958, *Adaptive Expectations and Cobweb Phenomena*, articolo pubblicato su «Quarterly Journal of Economics», Vol. 72, n. 2, pp. 227-240; Lawson T., 1980, *Adaptive expectations and uncertainty*, articolo in «The Review of Economic Studies», Vol. 47, n. 2, pp. 305 - 320.

⁶⁸⁰ In maniera più netta Pampurini F. et Banfi A., 2016, *L'impatto delle nuove regole di risoluzione della crisi sugli strumenti sottoposti al bail in: una verifica*, op. cit., p. 31: «Ipotizzando di trovarsi in un contesto di mercati efficienti sui quali operano investitori razionali, la crisi di panico generata dalla nuova normativa dovrebbe impattare unicamente sugli strumenti emessi dalle banche che si trovano in una situazione di difficoltà finanziaria che rende maggiormente probabile il ricorso al salvataggio interno da parte dei creditori». Va detto che gli autori, in parziale differenza rispetto a quanto noi sosteniamo, descrivono le variazioni dei prezzi delle subordinate come fenomeni di *panic selling* e quindi da questa premessa asseriscono - come sopra - che per le banche sicure non dovrebbe registrarsi variazione alcuna. Poiché però i dati da loro stessi raccolti mostrano il contrario, la conclusione cui si potrebbe pervenire è che le ipotesi di razionalità e di efficienza non siano soddisfatte. Per converso invece, qualora si voglia dare per buona la razionalità degli attori - ed è questa l'impostazione del presente paragrafo - si dovrebbe allora concludere che il movimento anomalo sui prezzi sia invece correlato ad una variazione *in nuce* del rischio detenuto in portafoglio. Non si vuole certamente negare che fenomeni di vendita di panico abbiano avuto luogo, così come peraltro sembrano suggerire per come si vedrà i momenti di particolare e repentino ribasso, nondimeno ragionando soprattutto in ottica tendenziale, i dati possono altresì corroborare l'idea per cui gli attori abbiano preferito a fronte delle nuove regole, reagire rimodulando i propri portafogli di investimento.

proposta dagli autori dai quali abbiamo mutuato il nostro set di dati, il cui obiettivo è eminentemente quello di registrare fenomeni di *panic selling* attraverso le variazioni anomale. Tali variazioni in particolare consistono nell'osservazione ripetuta per alcuni giorni consecutivi di un prezzo significativamente maggiore o inferiore rispetto alla media dei giorni precedenti. Come già ricordavamo dianzi in tali anomalie non sono state computate le variazioni riguardanti in maniera isolata uno o alcuni emittenti, ma si è dovuto prestare attenzione a quelle sole che riguardavano il campione nel suo complesso. Infine il confronto con l'andamento degli altri strumenti emessi dalla medesima banca, può consentire se consideriamo il problema in ottica tendenziale di sottrarre la dinamica spontanea dovuta sia al ciclo economico che alla performance economica della banca, ed altresì in ottica puntuale di individuare i casi di *panic selling*. In questa seconda prospettiva, che è quella di Pampurini e Banfi, un andamento negativo sulla maggior parte dei titoli e delle azioni di una banca, indicherebbe la diffusione di notizie poco rassicuranti sullo stato di salute della banca stessa.

I grafici che riportiamo sotto, elaborati da Pampurini e Banfi, mostrano l'andamento del prezzo delle obbligazioni subordinate nella seconda parte periodo di riferimento⁶⁸¹. Il sub-campione è stato suddiviso in due sottogruppi di banche, per le quali l'andamento rappresenta la variazione percentuale media di tutti gli strumenti subordinati emessi. Sarà facile notare come la volatilità sia decisamente più elevata nel caso delle banche allora considerate in difficoltà.

⁶⁸¹ La prima parte non è oggetto di particolare interesse, dal momento che si era relativamente lontani dalla concreta entrata a regime della nuova politica di risoluzione. Peraltro prendere a riferimento la prima parte del periodo di transizione sarebbe fallace sotto il profilo della comparabilità con le obbligazioni ordinarie, dal momento che queste hanno una scadenza tale per cui facilmente si sarebbero potute esaurire prima dell'entrata a regime. Gli operatori hanno probabilmente ragionato in termini simili, dal momento che nell'anno che va dalla fine del terzo trimestre del 2014 al corrispondente periodo del 2015 non sembrano essersi evidenziati casi eclatanti di *panic selling*.

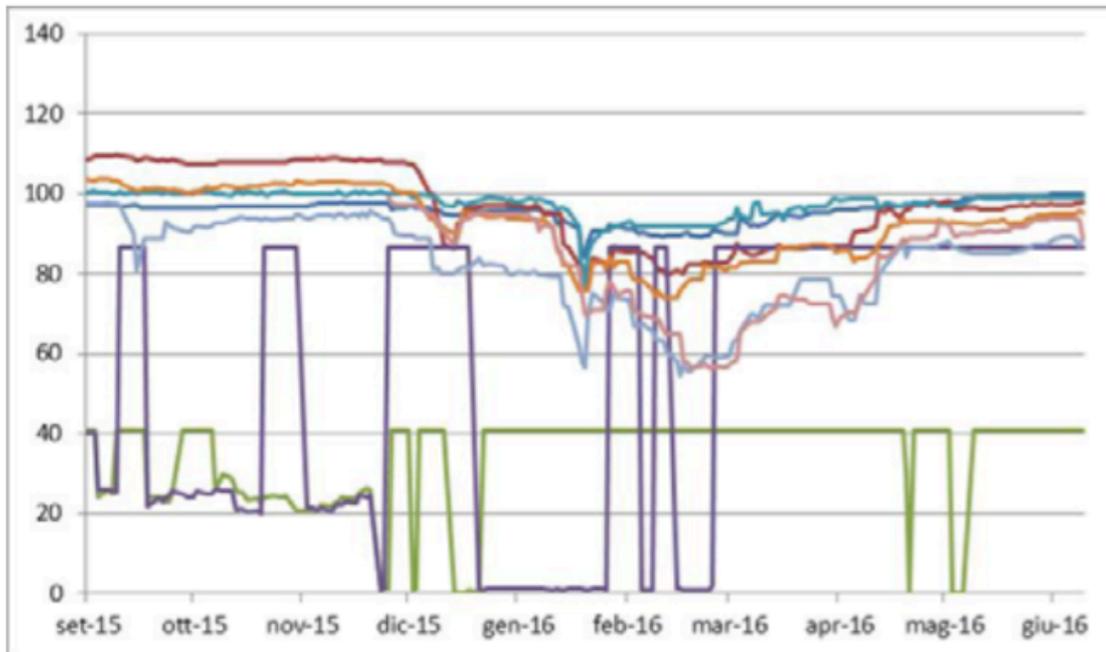


Figura 11: Andamento del prezzo delle obbligazioni subordinate emesse da banche considerate a rischio; Fonte: Pampurini et Banfi, 2016, su dati Eikon

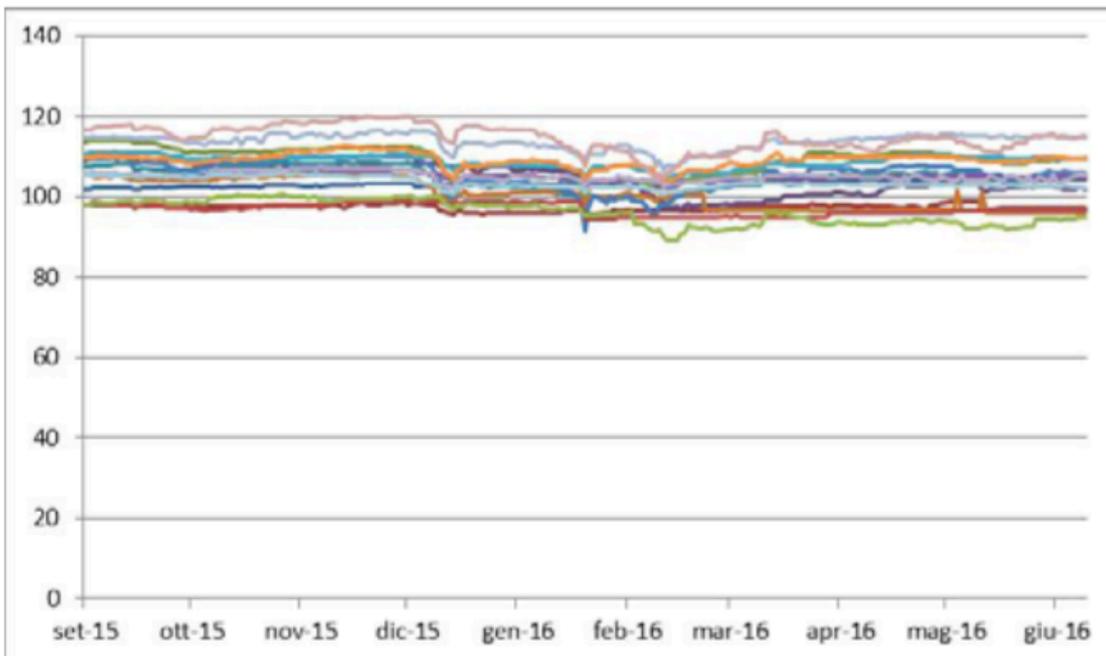


Figura 12: Andamento del prezzo delle obbligazioni subordinate emesse da banche non considerate a rischio; Fonte: Pampurini et Banfi, 2016, su dati Eikon

Come anticipavamo, su questi dati le considerazioni che si possono trarre sono di due tipi: puntuali e tendenziali. Cominciamo dalle prime, riguardanti i fenomeni di *panic selling*. Tanto per le banche percepite come in difficoltà quanto per quelle per le quali non si ravvisavano particolari problemi di solidità, si registrano almeno tre variazioni anomale, in corrispondenza di dicembre 2015, gennaio 2016 e febbraio 2016. In tutti e tre i casi i fenomeni si sono verificati a ridosso di tappe salienti

nell'avvio dell'attuale politica di risoluzione. A dicembre del 2015 gli attori si trovavano immediatamente dopo l'approvazione dei decreti legislativi⁶⁸² di recepimento della Direttiva BRRD, nel momento in cui a decorrere dal primo Gennaio successivo la politica sarebbe entrata in azione. Ad aggravare la tensione per il gruppo delle banche considerate in difficoltà, può aver contribuito il clima di incertezza ingenerato nei mesi precedenti dalla stampa, che ripetutamente si era occupata delle altalenanti vicende delle quattro banche italiane in crisi e del «braccio di ferro» fra le autorità italiane e la Commissione Europea. Con riferimento a queste banche sempre nel novembre del 2015 sono stati approvati da parte della Direzione Generale Competitività della Commissione Europea⁶⁸³ i piani di salataggio *ad hoc* predisposti dall'autorità di risoluzione in tempi anteriori all'entrata in vigore delle nuove regole, ma comunque dietro il vincolo di imposizione di una condivisione degli oneri sulle spalle di azionisti e creditori; principio questo in auge già dal 2013⁶⁸⁴. Al contrario non sembra aver provocato effetti immediati la decisione della Commissione riguardo il caso Banca Tercas⁶⁸⁵.

⁶⁸² Il riferimento è ai più volte menzionati DD.Lgss. 180 e 181 del 2015, adottati il 16 novembre. Pampurini e Banfi, pur non facendo direttamente menzione a questa data, si concentrano - come per gli altri due picchi negativi - sul clima di tensione ingenerato dalla comunicazione mediatica. Secondo loro le vendite massicce di titoli dipenderebbero dal «fatto che quando la notizia negativa viene rilasciata dai media (spesso con toni allarmanti, ma senza una vera e propria spiegazione tecnica che possa aiutare l'investitore a riflettere sui contenuti e a comprendere l'effettivo impatto che tale evento avrà sui suoi investimenti), si scatena negli investitori inconsapevoli un timore generalizzato verso alcuni strumenti finanziari e nasce quindi il bisogno di "vendere tutto e subito ad ogni costo"». Cfr. Pampurini F. et Banfi A., 2016, *L'impatto delle nuove regole di risoluzione della crisi sugli strumenti sottoposti al bail in: una verifica*, op. cit., p. 32.

⁶⁸³ Con decisioni recanti i numeri di protocollo SA.39453, SA.41134, SA.41925 e SA.43547.

⁶⁸⁴ Per effetto della Comunicazione della Commissione Europea 2013/C 216/01, «Comunicazione della Commissione relativa all'applicazione, dal 1o agosto 2013, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria, cd. comunicazione sul settore bancario». Vd. anche Commissione Europea, 2013, *State aid: Commission adapts crisis rules for banks*, Comunicato Stampa 10 Luglio, Bruxelles, dove in particolare si legge che: «Banks with a capital shortfall will have to obtain shareholders and subordinated debt-holders' contribution before resorting to public recapitalisations or asset protection measures. This will level the playing field between similar banks located in different Member States and reduce financial market fragmentation».

⁶⁸⁵ SA.39451, nel caso di specie la Commissione aveva censurato l'intervento del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi, ravvisandovi aiuto di Stato, per via dell'approvazione finale di questo da parte di Banca d'Italia. Vd. anche Commissione Europea, 2015, *Il sostegno dell'Italia a Banca Tercas costituisce un aiuto di Stato incompatibile. Positivo l'intervento dei fondi privati*, Comunicato Stampa 23 Dicembre, Bruxelles. Fra le altre cose, la Commissione Europea ha affermato che «sebbene all'epoca la partecipazione degli azionisti nella proprietà di Banca Tercas sia stata totalmente azzerata, i creditori subordinati, contrariamente a quanto richiesto dai principi di ripartizione degli oneri (*burden-sharing*), non hanno minimamente contribuito ai costi di ristrutturazione».

La decisione reca infatti la data del 23 dicembre, periodo nel quale il primo picco era già stato riassorbito, mentre il secondo era ancora distante un mese circa. Per quanto riguarda quindi il picco negativo registrato in Gennaio, sembra invece plausibile potersi ricondurre all'entrata in vigore del nuovo regime, a decorrere dal primo di Gennaio, sebbene il calo si sia registrato in questo caso una ventina di giorni dopo (tra il 18 e il 20 Gennaio). Si potrebbe ipotizzare che il periodo delle festività natalizie, abbia relegato sottotraccia l'inizio della nuova politica di risoluzione, i cui effetti si sono registrati a distanza di dieci giorni dall'Epifania. A riportare l'attenzione degli operatori sulla politica di risoluzione ha verosimilmente contribuito l'avvio degli *stress-test*⁶⁸⁶ coordinati dall'EBA in collaborazione con la BCE⁶⁸⁷. Sebbene tali test fossero inerenti all'ordinaria attività di supervisione, la tensione mediatica provocata dalle notizie di quei giorni, potrebbe aver riportato, per associazione o per analogia, all'attenzione di una vasta platea di investitori il nuovo sistema di regole di risoluzione, all'interno del quale effettivamente i titoli bancari incorporavano un rischio più elevato rispetto a

⁶⁸⁶ Si fa presente che gli stress test in parola erano di natura diversa da quelli del 2014, di cui abbiamo parlato nel Capitolo I, che si inquadravano nell'ambito dell'avvio del Meccanismo Unico di Vigilanza. In questo caso invece i test vanno ascritti al secondo pilastro di Basilea, riguardante la supervisione sul rispetto dei coefficienti patrimoniali, il cui esito non era del tipo promosso/bocciato. Per maggiori informazioni si rimanda in ogni caso a AA.VV., 2016, *Nota sui risultati dello stress test europeo del 2016*, Banca d'Italia, Roma, 29 Luglio.

⁶⁸⁷ A titolo di esempio rimandiamo ai seguenti articoli. Lops V., 2016, *Parte su sei banche l'indagine conoscitiva della Bce sugli Npl*, «Il sole 24 Ore», n. 19 Gennaio, p. 3 «Le banche a Piazza Affari sono sotto stress, prima che difatti inizino i nuovi *stress test* della Banca centrale europea sulla solidità del capitale. [...]Questo spiega perché ieri a Piazza Affari sono stati venduti tutti i titoli bancari, indiscriminatamente». In realtà non è corretto dire che tutti i titoli bancari siano stati venduti «indiscriminatamente», dal momento che anzi gli investitori sono stati piuttosto attenti nel discriminare fra banche più e meno solide; peraltro anche fra i titoli di una stessa banca l'effetto sulle obbligazioni subordinate è stato più accentuato. Il lettore potrà tuttavia comprendere che la frase citata sia parte di una notizia dal taglio giornalistico, improntata più sulla sensazione che sull'analisi specialistica. AA.VV., 2016, *Banche nel mirino, crolla la Borsa*, prima pagina de «Il Sole 24 Ore», n. 19 Gennaio: «Nuovo calo nelle Borse europee per i timori sul calo del greggio (ieri sotto i 28 dollari a barile prima di rimbalzare) e per le tensioni geopolitiche mondiali. Peggio di tutti Milano (-2,65%) che paga lo scivolone dei titoli delle banche, sotto stress in vista dei nuovi test Bce sulla solidità del capitale con il rischio di nuovi aumenti di capitale. Mps in particolare sembra finita sotto il tiro della speculazione: -14,8% (-38% da inizio anno) tra scambi frenetici, è passato di mano il 4% del capitale. Giù anche Ubi (-7,2%), Banco Popolare (-6,7%), Intesa (-5%) e Uni Credit (-5,3%)». Si noti in particolare, a riprova di quanto dicevamo poco sopra, che anche in un contesto di prestazione negativa generalizzata, gli operatori hanno saputo ben distinguere fra banche ragionevolmente sicure e Monte dei Paschi di Siena, il cui calo è stato più del doppio di quello di UBI, e quasi re volte quello di Intesa e di Unicredit.

quelli dell'anno precedente⁶⁸⁸, poiché a fronte di un futuro salvataggio interno difficilmente i creditori avrebbero potuto richiedere un rimborso per i propri titoli convertiti o svalutati. Il problema dei crediti deteriorati era peraltro in quel periodo avvertito come più grave nelle more di una soluzione di sistema, sulla quale la Commissione era restia a concedere il proprio avallo⁶⁸⁹.

Per quanto riguarda invece il terzo picco, quello di Febbraio 2016, può dirsi in accordo a quanto evidenziato da Pampurini e Banfi, che esso sia propriamente un caso di *panic selling*, senza che rilevi eccessivamente il contesto della politica di risoluzione. Il periodo in questione è stato infatti contraddistinto da giorni di *performance* negative su tutti i comparti economici, sebbene certamente il settore bancario ne abbia risentito in misura maggiore. Le cause vanno ricercate in questo caso soprattutto nella brusca discesa del prezzo del petrolio, congiunta alle tensioni sul mercato automobilistico, per via dello scandalo legato ai valori alterati delle emissioni. Accanto al *panic selling* è stata peraltro proposta l'interpretazione per cui i quei giorni di Febbraio gli investitori volessero realizzare le plusvalenze maturate nei giorni precedenti, in circostanze in cui il rialzo dei rendimenti degli strumenti ibridi lanciava segnali circa l'aumento del rischio percepito⁶⁹⁰. Infine per

⁶⁸⁸ Le aspettative che gli operatori potevano avere nel 2015, si sono peraltro dimostrate abbastanza fondate anche a distanza di tempo. A titolo di esempio la legge 17 febbraio 2017, n. 15, di "Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 23 dicembre 2016, n. 237, recante disposizioni urgenti per la tutela del risparmio nel settore creditizio", ha disposto un rimborso per gli obbligazionisti subordinati di Monte dei Paschi di Siena la possibilità di ottenere un rimborso dei propri titoli (attraverso un meccanismo di conversione in azioni e riacquisto delle stesse da parte dello Stato in cambio di obbligazioni ordinarie), purché acquistati prima del 1 Gennaio 2016, data a partire dalla quale difficilmente una previsione di tale sorta sarebbe potuta dirsi coerente con le nuove regole di risoluzione. In senso analogo vd. Ricciardi R., 2017, *Garanzie, imposte differite, rimborsi: il salva banche in soccorso del credito*, articolo apparso su «La Repubblica», n. 14 Febbraio: «questa forma di rimborso varrà solo per le obbligazioni acquistate prima del primo gennaio 2016, quando è entrato in vigore il bail in. Per chi ha acquistato dopo, infatti, si dà per scontato che sia stato un azzardo speculativo, in quanto non poteva non sapere a cosa andava incontro». Sono inoltre stati estesi fino al 31 Maggio del 2017 i termini per la richiesta da parte dei clienti di Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio di Ferrara, Cassa di Risparmio di Chieti, di rimborsi forfettari dell'80% del patrimonio mobiliare, purché inferiore ai 100.000 euro (in analogia con la soglia per i depositi protetti).

⁶⁸⁹ Nell'impossibilità di creare una grande *bad bank* pubblica si sarebbe proceduto con la creazione del Fondo Atlante per via di capitali privati. Sul punto si vedano fra gli altri Barucci E. et Milani C., 2016, *Finalmente il Fondo Atlante: sarà piccolo ma è pur sempre una bad bank*, articolo apparso su «FinRisk Alert - Mercati, Intermediari, Istituzioni», Quantitative Finance Lab, Politecnico di Milano, n. 11/2016; Di Battista M.L. et Nieri L., 2016, *Il Fondo Atlante: un piccolo passo per la soluzione al problema dei crediti deteriorati (e non solo)*, articolo apparso su «Osservatorio Monetario», n. 2/2016, pp. 38 - 49; Banfi A., *Recenti interventi a sostegno dell'attività delle banche italiane: il parere degli operatori*, articolo pubblicato su «Osservatorio Monetario», n. 2/2016, pp. 51 - 58

⁶⁹⁰ Un'interpretazione di questo tipo fu quella sostenuta da Carlini V., 2016, *le banche mandano in rosso Piazza Affari*, articolo apparso su «Il Sole 24 Ore», n. 19 Febbraio: «Maggiore consistenza, invece, deve attribuirsi ad un'altra argomentazione. Vale a dire quella che fa riferimento al continuo

Pampurini e Banfi le cause di questo terzo picco possono essere individuate anche in ragioni monetarie, per via dell'apprezzamento dell'Euro in termini di tasso di cambio effettivo⁶⁹¹.

Al di là della ricerca delle cause di un ribasso sui mercati, operazione che al più può permettere di formulare congetture convincenti, ai fini della nostra analisi è utile capire se l'effetto si sia prodotto in maniera asimmetrica fra obbligazioni ordinarie ed obbligazioni subordinate. Se infatti le vendite sono state più ampie sui titoli subordinati, potrà dirsi che gli attori economici abbiano in qualche modo compreso il riallineamento del rischio a seguito dell'introduzione delle nuove regole di risoluzione. Se così non fosse invece, il *panic selling* dovrebbe prodursi in maniera simile su tutti i tipi di titoli, senza un'eccessiva considerazione per quelli che rischierebbero di venire effettivamente coinvolti nell'applicazione di un *bail-in*. A tale fine può essere utile, nel medesimo sub-campione considerato in precedenza, un confronto con l'andamento delle obbligazioni ordinarie. Anche per questa operazione ci serviamo dei dati raccolti da Pampurini e Banfi, che mostriamo nei grafici di sotto riportati.

rialzo dei tassi dei bond high yield proprio delle banche Usa. In un simile contesto non stupisce che gli operatori abbiano venduto i titoli del credito. Ma non è solamente una questione di obbligazioni societarie ad alto rendimento. A detta degli esperti, infatti, ieri diversi operatori hanno concretizzato le plusvalenze legate al mini rally dei listini degli ultimi giorni. Così facendo hanno venduto i titoli, in particolare quelli del settore del credito».

⁶⁹¹ Corroborata questa idea Cellino M., 2016, *Il risveglio dell'euro schiaccia le Borse*, articolo pubblicato su «Il Sole 24 Ore», n. 7 Febbraio: «Il tasso di cambio effettivo nominale dell'euro che tiene conto di tutto questo (in gergo finanziario viene definito trade-weighted) e che la Bce calcola ogni giorno è volato sì ai massimi, ma addirittura dal gennaio 2015. [...] Se si pensa che qualche mese fa gli analisti calcolavano che un deprezzamento medio della divisa comune del 10% potesse fornire un apporto benefico dell'1,5% alle nostre esportazioni e dello 0,4% al Pil italiano nel suo complesso e che adesso, nella migliore delle ipotesi, questa spinta si è esaurita si comprende molto di quel -19% accusato da Piazza Affari da inizio anno, non soltanto per colpa delle banche evidentemente»

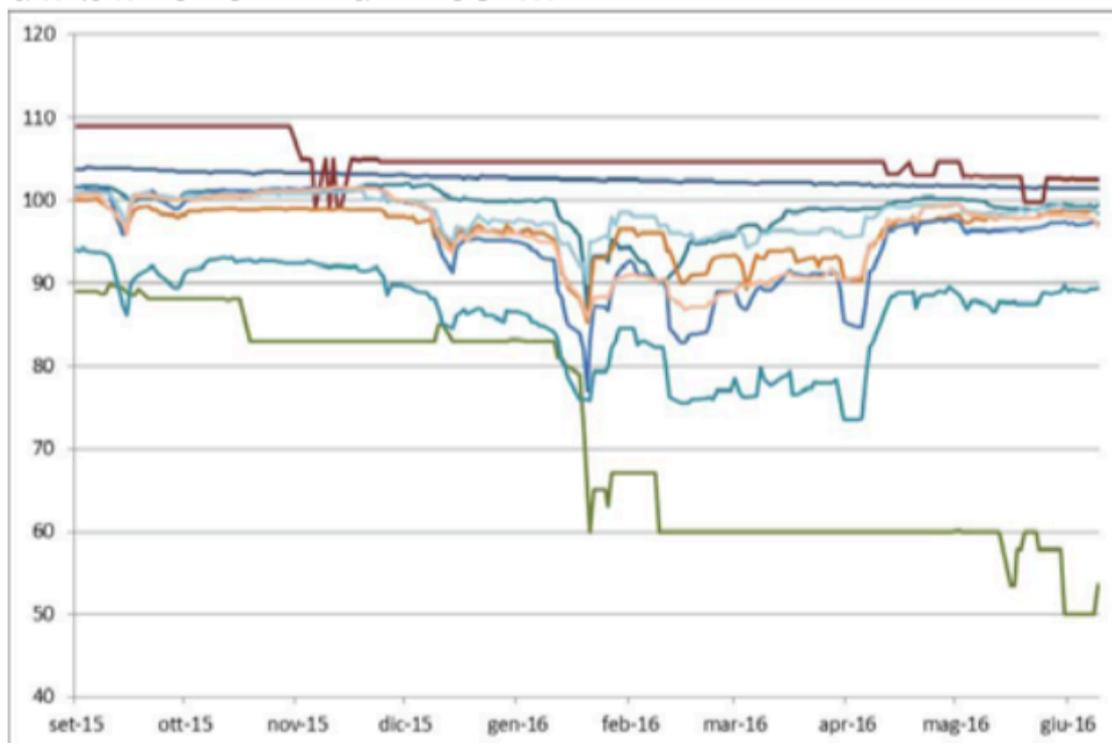


Figura 13: Andamento delle principali obbligazioni ordinarie emesse da banche considerate a rischio; Fonte: Pampurini et Banfi, 2016

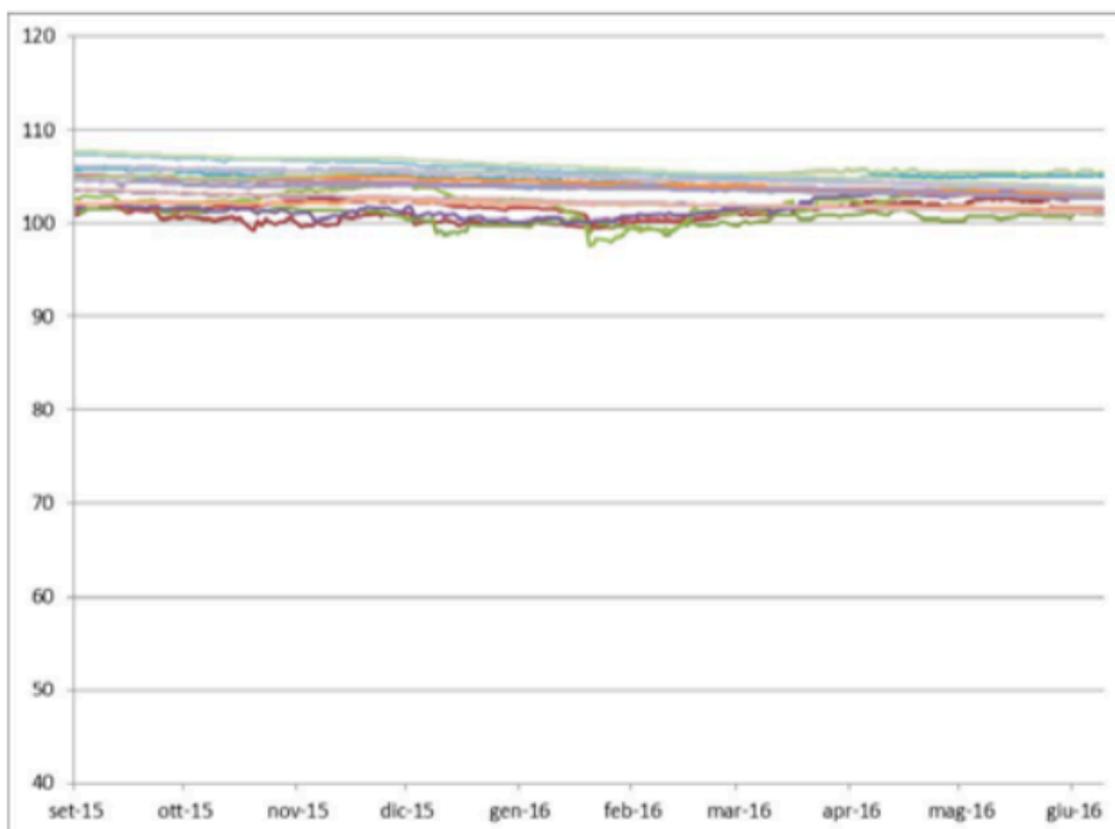


Figura 14: Andamento delle principali obbligazioni ordinarie emesse da banche non considerate a rischio; Fonte: Pampurini et Banfi, 2016

Quali conclusioni possiamo trarre da questi grafici? Per le obbligazioni ordinarie emesse da banche considerate a rischio, nella gran parte dei casi i picchi negativi hanno seguito andamenti coincidenti a quelli incontrati per le subordinate. Nel complesso tuttavia la volatilità è stata inferiore⁶⁹² a quella registrata per le obbligazioni subordinate. Inoltre i titoli migliori non sembrano aver risentito delle tre fasi negative, presentando piuttosto flessioni idiosincratice. Nella maggior parte dei casi tuttavia - e passiamo in questo modo dall'analisi puntuale a quella tendenziale - al termine del periodo di riferimento nella quasi totalità dei casi i titoli sono tornati ad attestarsi, pur con un lievissimo calo, su valori comparabili a quelli di partenza, segno inequivocabile del fatto che pur a fronte delle criticità che hanno investito il settore bancario fra il 2015 e il 2016, in un'ottica di medio-lungo periodo gli operatori anche a seguito dell'introduzione del salvataggio interno non hanno modificato la propria prezzatura del rischio nei riguardi delle obbligazioni ordinarie, anche se di banche in difficoltà.

Se poi si passa a considerare i *bond senior* delle banche ritenute sicure, le stesse argomentazioni valgono con anche maggiore forza. In primo luogo le obbligazioni ordinarie delle banche considerate sane non hanno presentato un andamento simile a quello delle subordinate, giacché può facilmente notarsi la quasi totale assenza di picchi anomali. Due titoli soltanto sul totale del campione si sono mossi in maniera intonata alle obbligazioni subordinate, ma ciascuna soltanto in un caso su tre. Inoltre lungo tutto il periodo di riferimento il *trend* è mediamente stabile, con alcuni casi, soprattutto fra i titoli migliori in partenza, di ritorno nel gregge, per via del calo, distribuito però su tutto l'arco temporale, di circa 2-3 punti percentuali.

Lo stesso non può rilevarsi nei riguardi delle obbligazioni subordinate. Per le banche considerate a rischio al termine dell'intervallo considerato nella maggior parte dei casi i prezzi si attestavano su valori di una decina di punti percentuali inferiori a quelli dell'ultimo trimestre del 2015. Per quanto attiene invece alle banche reputate più sicure il fenomeno è meno evidente, sebbene anche qui il trend sia mediamente calante. In questo secondo caso il calo potrebbe tuttavia dipendere da altri fattori, che richiameremo nel paragrafo successivo. In ogni caso anche queste obbligazioni subordinate hanno mostrato una volatilità non sempre

⁶⁹² Si tenga presente che la scala del secondo set di grafici alle ordinate parte dal 40% ed aumenta in base di dieci. La volatilità in generale si è contenuta nei ± 5 punti percentuali, mentre nel caso delle subordinate, pur trascurando i due casi estremi, si è attestata sui ± 10 punti, con vette anche più elevate.

trascurabile e comunque non si può affermare - come per le corrispondenti obbligazioni ordinarie - che siano state esenti da fenomeni di *panic selling*. In definitiva sembra quindi che a seconda del tipo di titolo e della banca emittente considerata, gli operatori abbiano saputo quantificare - salvo nei casi di vendite massicce, dovute però in buona parte comunque all'introduzione delle nuove regole - il rischio detenuto in portafoglio e reagire di conseguenza. A queste conclusioni devono però fare da contrappeso alcune considerazioni.

III.3.b.3. Cosa rimane sullo sfondo

Per ragioni di completezza va precisato che la tendenza complessiva al lieve ribasso dei prezzi delle obbligazioni, in misura minore delle ordinarie ed in misura maggiore delle subordinate, non è unicamente imputabile all'introduzione delle nuove regole. Accanto all'effetto della variabile oggetto di interesse si può riscontrare anche una dinamica spontanea, legata al calo della domanda per queste tipologie di titoli. Tradizionalmente⁶⁹³ siffatte obbligazioni hanno rappresentato una cospicua voce del passivo delle banche e del pari una quota consistente dei portafogli delle famiglie, soltanto con un leggero calo a seguito del primo shock petrolifero (vd. grafico). Non è questa la sede per ripercorrere in maniera compiuta l'evoluzione del rapporto fra gli investitori *retail* e il mercato delle obbligazioni bancarie⁶⁹⁴, ma ai nostri fini è sufficiente notare come i risparmiatori abbiano fatto un ricorso massiccio all'acquisto di tali titoli nel periodo che va dal 1996 al 2013, per via dell'imposizione fiscale di favore, equiparata a quella sui Titoli di Stato e della progressiva despecializzazione funzionale delle banche⁶⁹⁵, con cui del pari è venuta meno la limitazione al finanziamento tramite obbligazioni ai soli istituti di credito speciale⁶⁹⁶. Questi fattori hanno contribuito in maniera

⁶⁹³ Sul punto può essere utile la lettura di Bonci R. et Coletta M., 2005, *I conti finanziari dell'Italia dal 1950 ad oggi*, Banca d'Italia, capitolo contenuto negli atti del convegno "I conti finanziari: la storia, i metodi, l'Italia, i confronti internazionali", Perugia, 1 e 2 Dicembre.

⁶⁹⁴ A chi fosse interessato all'argomento, si consiglierebbe la lettura di Coletta M. et Santioni R., 2016, *Le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, «Questioni di Economia e Finanza», occasional paper n. 359.

⁶⁹⁵ Ampia parte ai rapporti fra despecializzazione e provvista tramite obbligazioni dedica Zatti F., 1998, *Le obbligazioni come mezzo di provvista delle banche*, articolo apparso su «Studi e Note di Economia», n. 3/1998, pp. 49 - 86.

⁶⁹⁶ Sul punto vd. Coletta M. et Santioni R., 2016, *Le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane*, op. cit., p. 8: « Nel 1996 il venir meno del trattamento fiscale privilegiato dei

decisiva a far assurgere nell'arco di pochi anni le obbligazioni bancarie a investimento privilegiato da parte delle famiglie, le quali peraltro in alcuni momenti ne detenevano una quota anche superiore a quella dei soggetti professionisti.

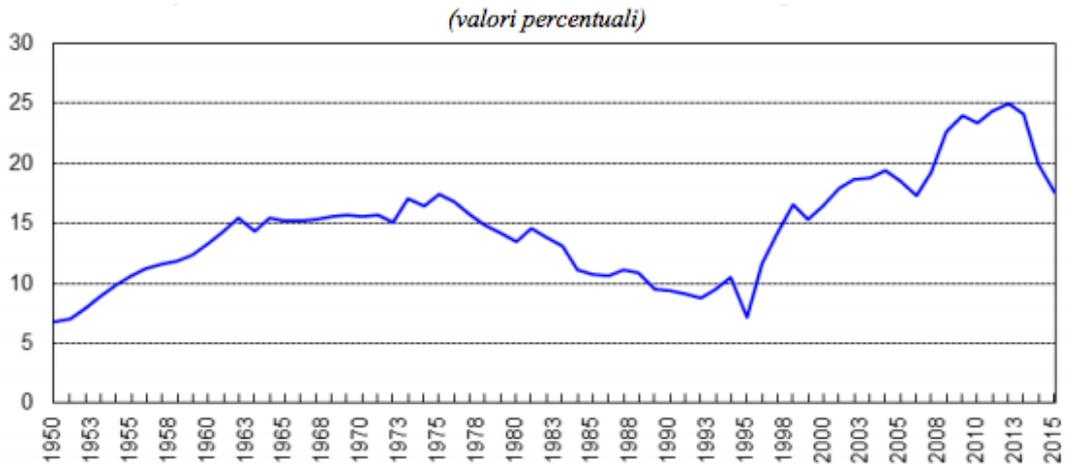


Figura 15: Obbligazioni emesse sul totale delle passività bancarie; Fonte: Banca d'Italia, 2016

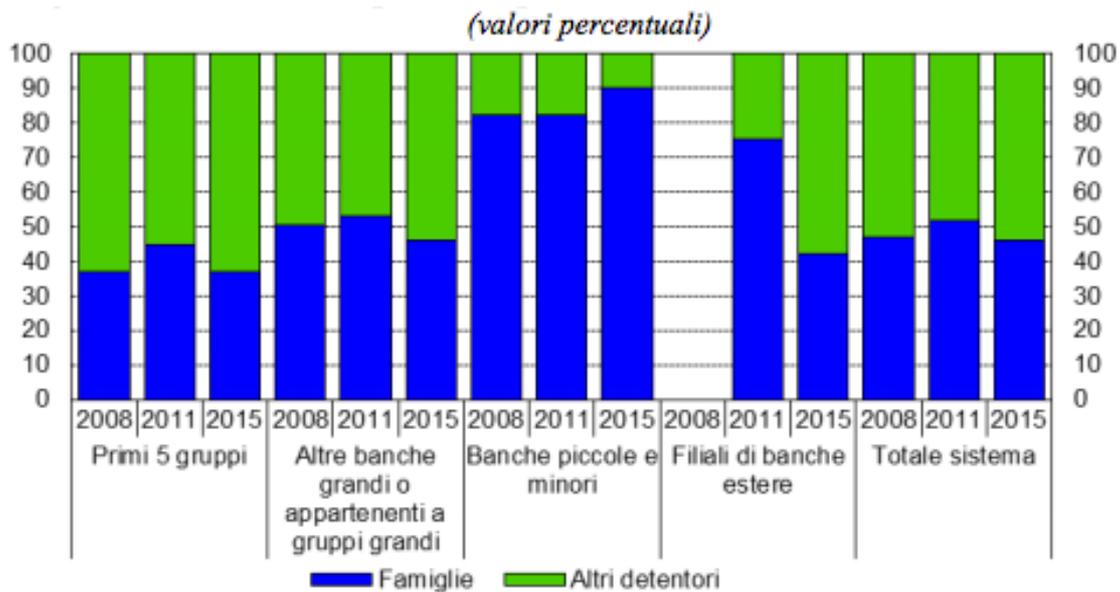


Figura 16: Obbligazioni bancarie per classi di detentori e per dimensioni delle banche; Fonte: Banca d'Italia, 2016

certificati di deposito ha determinato la loro sostituzione con le obbligazioni, tassate invece come i titoli di Stato. La diffusione delle obbligazioni è stata inoltre favorita dal riconoscimento a tutte le banche, non solo a quelle costituite come società per azioni, della possibilità di emetterle, per evitare disparità concorrenziali tra gli intermediari. Fino a giugno 1996, le poche emissioni obbligazionarie erano state realizzate dalle banche di grandi dimensioni e dagli ex ICS [Istituti di Credito Speciale] [...] le banche piccole erano praticamente assenti dal mercato».

Come può notarsi dal secondo dei grafici riportati, nel 2011, quando il ricorso all'obbligazione come strumento di finanziamento delle banche si apprestava a raggiungere il suo massimo storico, la quota detenuta dalle famiglie superava in media il 50%⁶⁹⁷. A determinare il grande successo dell'obbligazione bancaria erano stati soprattutto il suo basso rischio, coniugato però ad un rendimento non irrisorio, per via del trattamento fiscale di favore, che concedeva margini utili per la remunerazione.

Già a partire dal 2013 tuttavia la tendenza cominciò ad invertirsi lungo la duplice direzione che la aveva alimentata: meno ricorso da parte delle banche agli

⁶⁹⁷ La percentuale era poi decisamente più alta - generalmente fra l'80 e il 90%, per le banche di piccola dimensione, il cui modesto peso sul mercato bancario (fattore che abbiamo più volte ricordato potrebbe non consentire di ravvisare un interesse pubblico alla loro risoluzione), non ha prodotto effetti sulla media del sistema, la quale ha riflesso le percentuali delle banche medie e grandi. Non deve tuttavia stupire la percentuale di collocazione così alta di obbligazioni da parte delle banche minori nei confronti delle famiglie, dal momento che le popolari più piccole prima della riforma operata con d.l. 3/2015, convertito con L. 33/2015, ma soprattutto le banche di credito cooperativo sono tradizionalmente orientate per via della loro natura cooperativa a prestare la propria attività (e di converso anche a finanziarsi) nei riguardi dei propri soci. Le banche di credito cooperativo in particolare, per effetto del Testo Unico Bancario, che fra le altre cose aveva sostituito il vincolo della tipologia della clientela (le bcc erano prima casse rurali ed artigiane), sono tenute a svolgere in maniera prevalente la propria attività nei confronti dei soci. A chiarire in che cosa consista la mutualità prevalente è intervenuta la riforma del diritto societario di cui al D.Lgs. 6/2003, il quale ha modellato l'attuale disciplina degli articoli 2511 e ss. del Codice Civile (che per le banche di credito cooperativo si applica ovviamente soltanto sul versante della prestazione dell'attività). Il contatto privilegiato e continuativo con i propri soci, ha condotto quindi *naturaliter* le bcc a finanziarsi presso le famiglie. Proprio esigenze di maggiore capitalizzazione, con apporto di risorse esterne a quelle dei soci, sono state fra le motivazioni principali della recentissima riforma delle banche di credito cooperativo, operata con d.l. 18/2016, convertito in L. 49/2016. I gruppi bancari cooperativi e le capogruppo, figure di nuova introduzione, che si atteggiavano in maniera differente e derogatoria rispetto tanto alle norme in materia di gruppo creditizio, di cui agli articoli 60 e ss. del TUB, quanto a quelle relative al gruppo cooperativo paritetico, di cui all'Art. 2545-septies del Codice Civile, benché partecipati in maniera maggioritaria dalle bcc aderenti, potranno finanziarsi fino al 49% del proprio capitale attraverso l'apporto di capitali esterni. Dietro tali premesse risulta quindi credibile che le obbligazioni di nuova emissione dei gruppi bancari cooperativi possano trovare una maggiore collocazione fra soggetti diversi dai soci delle banche aderenti. Per maggiori dettagli sulla riforma si rinvia a AA.VV., 2016, *La Riforma del Credito Cooperativo spiegata punto per punto*, dossier informativo contenuto in «La Riforma Prende Forma», Federazione italiana delle banche di credito cooperativo - casse rurali ed artigiane. Il documento è reperibile al link «<http://cisiamobcc.it/riforma/>». Utile può essere anche la lettura di AA.VV., 2016, *I Gruppi Bancari Cooperativi: le Disposizioni di Attuazione della Banca d'Italia (modifiche alla circolare 285)*, Relazione sull'Analisi di Impatto, Banca d'Italia, 15 Luglio; AA.VV., 2016, *Gruppo Bancario Cooperativo*, Disposizioni di Vigilanza, Documento di Consultazione, Banca d'Italia, 15 Luglio; AA.VV., 2016, *Gruppo Bancario Cooperativo*, Disposizioni di Vigilanza, Resoconto della Consultazione, Banca d'Italia, 3 Novembre. In letteratura si veda invece Mazzoli M., 2016, *Alcune considerazioni economiche e di governance sulla recente riforma delle BCC*, articolo pubblicato su «Economia e Diritto del Terziario», n. 3 del 2016, pp. 467 - 480. Tale articolo illustra soprattutto il versante del localismo e dei possibili fenomeni di cattura, per cui il merito creditizio non viene adeguatamente valutato (cd. *relationship lending*). Si concentra inoltre sul tradizionale limitato ricambio nella governance delle bcc. In chiave comparata con altri Paesi cfr. invece Pagani E., 2016, *La riforma del credito cooperativo in prospettiva comparata*, articolo contenuto in «Banca Impresa Società», Vol. 35, n. 2, pp. 203 - 236.

strumenti obbligazionari e minori acquisti da parte delle famiglie degli stessi. Anche in questo caso la causa primigenia dell'inversione di tendenza è costituita da fattori di natura fiscale: nel 2012 è infatti venuta meno l'imposizione fiscale di favore per le obbligazioni bancarie, giacché l'aliquota sugli interessi è stata equiparata a quella dei depositi fissata al 20%⁶⁹⁸, per poi essere innalzata al 26% nel Luglio del 2014⁶⁹⁹, con un conseguente vantaggio competitivo per i Titoli di Stato, la cui aliquota permaneva invece invariata al 12,5%⁷⁰⁰. Il risparmio cominciò quindi, con annesso calo della domanda di obbligazioni bancarie, ad essere indirizzato verso altri soggetti ed altri lidi, fra cui in particolare fondi comuni di investimento, assicurazioni e fondi pensione. Come ironicamente è stato notato in questi giorni, «ormai le famiglie italiane si [erano] innamorate del risparmio gestito»⁷⁰¹.

Veniamo però al punto che più ci interessa. Sullo sfondo dell'analisi che abbiamo condotto nei paragrafi precedenti si riscontra una lieve tendenza al progressivo abbandono del forte legame fra l'obbligazione bancaria e la ricchezza delle famiglie. Abbiamo altresì ricordato poco dianzi che questa tendenza ha avuto inizio quattro anni prima, nel 2012, rispetto all'implementazione della nuova politica di risoluzione. Questa indicazione, a seconda del significato che si vuole attribuire all'impatto delle nuove regole di risoluzione, avvalora in diversa misura le nostre tesi.

In primo luogo occorre chiarirsi su un punto. L'obiettivo della nostra analisi è quello di catturare il comportamento degli operatori, non già quello di individuare le cause della flessione sul ricorso all'obbligazione bancaria. Detto altrimenti la variabile introduzione della nuova politica di risoluzione implica in primo luogo un comportamento differenziato fra le obbligazioni ordinarie e quelle subordinate. Che poi la nuova politica di risoluzione possa aver contribuito a far diminuire il ricorso delle famiglie alle obbligazioni è altamente plausibile per le ragioni che

⁶⁹⁸ Come previsto dal d.l. 3 agosto 2011, n. 138, recante « Ulteriori misure urgenti per la stabilizzazione finanziaria e per lo sviluppo», convertito con L. 14 settembre 2011, n. 148.

⁶⁹⁹ Per effetto del d.l. 24 aprile 2014, n. 66, recante «Misure urgenti per la competitività e la giustizia sociale», convertito con modificazioni dalla L. 23 giugno 2014, n. 89.

⁷⁰⁰ Vd. Coletta M. et Santioni R., 2016, *Le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane*, op. cit., soprattutto p. 9.

⁷⁰¹ Sgroi M., 2016, *Così le famiglie italiane si sono imbottite di bond bancari*, articolo apparso nella rubrica «Tasche Vostre» de «Il Sole 24 Ore», n. 2 Novembre.

abbiamo addotto⁷⁰², ma è questa una questione di second'ordine rispetto ai nostri fini e nemmeno è rilevante per questa analisi quantificare con precisione quanto dipenda dall'una o dall'altra causa.

Per ciò che riguarda invece strettamente da vicino i potenziali effetti delle nuove regole, era da attenersi come dicevamo una diversa prezzatura del rischio fra le obbligazioni ordinarie e quelle subordinate. Se l'effetto atteso era questo, si può allora essere d'accordo con l'affermazione formulata nel paragrafo precedente, secondo cui esso sia stato registrato. Peraltro questo vale sia in ottica puntuale che in ottica tendenziale. Con riguardo al primo approccio abbiamo visto che i picchi si sono manifestati in maniera generalizzata soltanto per le obbligazioni subordinate e in maniera ancor più pronunciata per quelle emesse da parte di banche considerate in difficoltà.

Anche per quanto attiene al secondo approccio - quello tendenziale - le conclusioni non vengono smettite, dacché seppur nell'ambito di un *trend* di lungo periodo di minore ricorso alle obbligazioni bancarie, il prezzo abbia subito ribassi decisamente maggiori per le obbligazioni subordinate rispetto alle obbligazioni ordinarie lungo tutto il periodo di riferimento.

Questa considerazione diviene ancora più significativa se si considera che in controtendenza vi sarebbe potuto essere un interesse delle banche a «spingere» per il collocamento delle subordinate (interesse che in alcuni casi patologici è sconfinato in una vera e propria vendita a soggetti inconsapevoli), a fronte dell'incontro del requisito minimo di passività ammissibili. In ogni caso l'effetto descritto nel precedente paragrafo tanto più sembra essere rilevante, quanto più le obbligazioni subordinate, in un clima di generale disaffezione verso il titolo obbligazionario, hanno rappresentato una quota progressivamente maggiore in

⁷⁰² Nel ritenere che il minor ricorso alle obbligazioni bancarie sia congiuntamente da imputare sia all'imposizione fiscale che alla politica di risoluzione è concorde anche Banca d'Italia. Si vd. ad esempio Coletta M. et Santioni R., 2016, *Le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane*, op. cit., p. 15: «Le modifiche alla tassazione delle rendite finanziarie, l'entrata in vigore delle regole sul "salvataggio interno" introdotte dalla Bank Recovery and Resolution Directive e il cambiamento delle politiche di offerta delle banche, motivato dalle minori esigenze di raccolta e dalla necessità di incrementare la redditività attraverso le commissioni legate al collocamento di altri strumenti finanziari, hanno spinto le famiglie a sostituire le obbligazioni bancarie con quote di fondi comuni, prodotti assicurativi e fondi pensione». Sulla stessa linea è anche Banca d'Italia, 2016, *Relazione Annuale sul 2015*, Esercizio CXXII, Roma, 31 Maggio, dove in particolare a p. 159 si legge che «lo scorso anno le banche, sia italiane sia degli altri paesi dell'area dell'euro, hanno continuato a sostituire le obbligazioni con fonti di provvista meno costose, tra cui i depositi della clientela».

percentuale sul portafoglio obbligazionario delle famiglie, come mostrato dal grafico sotto.

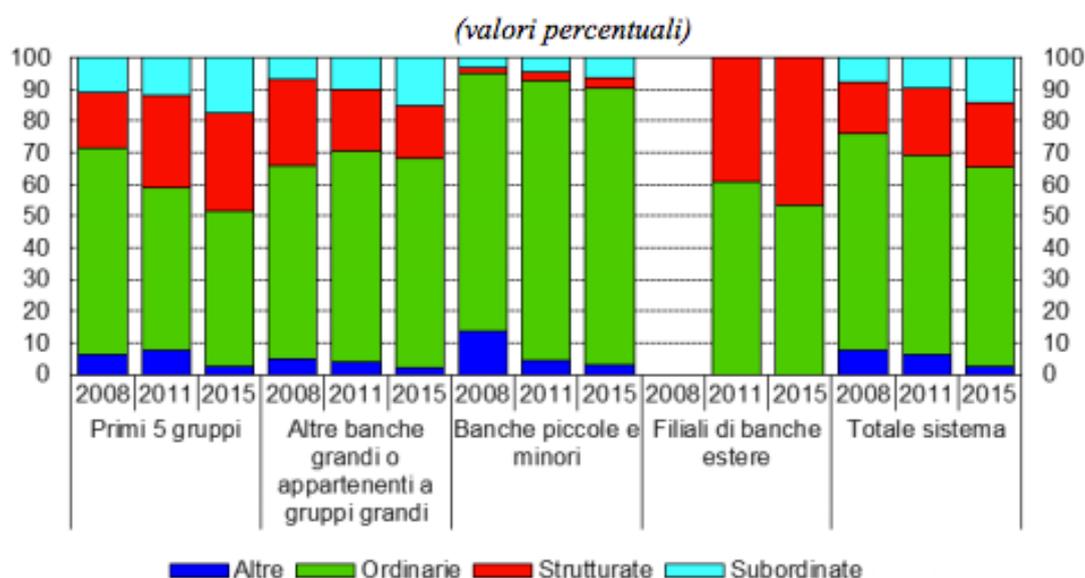


Figura 17: Obbligazioni bancarie detenute dalle famiglie per tipo di titolo e per classi dimensionali degli emittenti; Fonte: Banca d'Italia, 2016

Proprio a fronte di questa quota in aumento delle obbligazioni subordinate nei portafogli delle famiglie durante gli anni precedenti all'introduzione della nuova politica di risoluzione, l'effetto atteso pare essere corroborato con maggiore forza. Nonostante infatti il maggiore peso sul bilancio familiare di questi strumenti, ugualmente il mercato ha saputo prezzarne in maniera coerente il rischio. Peraltro - notiamo di passaggio - se nel paragrafo precedente ci siamo soffermati soprattutto sul contraente attivo delle obbligazioni subordinate, in ragione del fatto che proprio sulle spalle di questo ricade l'onere della disciplina di mercato⁷⁰³, la quota crescente di obbligazioni subordinate parrebbe suffragare l'ipotesi per cui anche le banche abbiano ben compreso l'impatto della nuova politica di risoluzione⁷⁰⁴.

Rimane in ogni caso aperta una questione. Resta infatti da capire se gli operatori non professionisti abbiano effettivamente compreso le regole del gioco e abbiano

⁷⁰³ Fermi pur restando tutti i *caveat* formulati nei paragrafi III.2.a. e III.2.b. sulla effettiva possibilità di esercitare un'efficace disciplina di questo tipo.

⁷⁰⁴ Come il lettore potrà facilmente arguire non ci siamo voluti soffermare sul vaglio di questa ipotesi, dal momento che in ragione dell'elevato grado di professionalità degli operatori in questione, nonché l'elevato numero di adempimenti loro richiesti dalla nuova normativa, sarebbe decisamente inverosimile ritenere che essi «non si siano accorti» della Direttiva BRRD e del SRM.

reagito di conseguenza o se piuttosto si sia trattato di *panic selling* puro, à la Pampurini e Banfi. Non è infatti da escludere che il comportamento degli operatori sia stato una sorta di riflesso indotto dalle notizie allarmanti diramate a gran voce dai quotidiani. È possibile infatti che messi in allerta dallo squillante campanello della carta stampata, essi abbiano deciso di correre al riparo e domandare più informazioni dell'usitato. Fidandosi dei pareri di chi più esperto di loro, ugualmente si sarebbe potuto produrre il fenomeno di una vendita selettiva delle obbligazioni subordinate. Se così fosse tuttavia occorrerebbe adoperare la dovuta cautela, perché in tempi di bonaccia l'improvviso fortunale potrebbe avvicinarsi inavvertito, senza che gli operatori abbiano tempo di «gettar la zavorra in mare», imponendo l'asupicata disciplina allo scafo bancario.

Con uno sguardo retrospettivo non è dunque facile concludere se gli operatori fossero avveduti per capacità propria o se la reattività sia stata loro imposta dal tuonare a ciel sereno delle colonne dei giornali. La realtà molto probabilmente sta nel mezzo e in fin dei conti ciò che più conta è che l'effetto atteso si sia prodotto. Non resta dunque che augurarsi per il futuro che o gli operatori non professionali continuino ad essere vigili *motu proprio*, o almeno che l'informazione mai cessi di pungolarli anche se sonnacchiosi.

CONCLUSIONI

OCCORRE PIÙ SENSO DI APPARTENENZA

Verrebbe dunque da domandarsi, al termine dell'analisi che abbiamo condotto, quali siano le conclusioni che si possono trarre. Per la verità, se di conclusioni si vuole parlare, queste non possono che essere provvisorie, dal momento che la politica di risoluzione per come la conosciamo oggi, per via della sua giovane età, è ancora sul banco di prova dell'esperienza. Alcune indicazioni di carattere generale possono in ogni caso essere tratte, sulla base dei dati che abbiamo raccolto e dei profili che abbiamo scelto di evidenziare. Cerchiamo quindi di fare il punto della situazione.

Abbiamo mostrato come la letteratura economica e giuridica, all'indomani della crisi del debito sovrano fosse unanime - salvo pochissime voci critiche del tutto isolate - nel dipingere l'allora solo ipotetica misura del salvataggio interno, fu solita indicarla come la panacea di tutti i mali del settore bancario. Non si vuole certo prendere le difese del precedente assetto, i cui difetti a gran voce abbiamo avuto cura di denunciare nel primo e nel secondo capitolo, così come d'altro canto non si vogliono disconoscere i potenziali benefici del salvataggio interno; tuttavia non può che destare qualche perplessità il grado di speranze allora riposto nella attuale politica di risoluzione, alla vigilia della sua adozione formale in atti giuridici dell'Unione Europea. Tale incondizionata fiducia ancor più meraviglia se si tiene conto del fatto che il *bail-in*, anche solo sulla carta, lasciava presagire tutte le difficoltà⁷⁰⁵ che siffatta misura avrebbe comportato sul piano dell'implementazione. Il troppo corale assenso è stato forse l'inavvertito sintomo di un'attenzione carente, che ha lasciato il campo aperto ad un'aprioristica celebrazione della novella terra promessa. Al «porto sicuro» del *bail-in* è quindi di

⁷⁰⁵ Si tenga presente che molti dei profili evidenziati nella Parte II del Capitolo III sulle criticità di formulazione, avrebbero potuto essere agevolmente tenuti in considerazione anche prima dell'entrata a regime della nuova politica, soprattutto per quanto concerneva l'interazione di questa con la disciplina bancaria e finanziaria già esistente. A questo fra le altre cose dovrebbe servire l'analisi della regolamentazione. Al contrario desta perplessità constatare come *l'impact assessment* del Regulatory Policy Committee (Cfr. Regulatory Policy Committee, 2014, *The EU Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) Impact Assessment*, Londra, 14 Settembre), operante nel Regno Unito fin dal 2009 (Vd. Di Mascio F., 2013, *AIR e Regulatory Policy Committee secondo Gibbson e Parker*, Osservatorio AIR, «Rassegna Trimestrale», Vol. 4, n. 1, pp. 35 - 37), sia uno scarso documento di quattro pagine appena, redatto in forma di tabella, in cui ci si è limitati a porre in evidenza le principali novità della direttiva in parola.

gran lena approdata la normativa di risoluzione, la quale ha indicato lo strumento predetto come opzione generale e - almeno nella sua componente di sacrificio prioritario da parte degli azionisti - come scelta inderogabile.

Peccato tuttavia - verrebbe da dire - che non sia stato tenuto in debito conto il ruolo degli operatori economici e soprattutto delle autorità di settore chiamate a darne concreta implementazione. Per quanto attiene al secondo punto, i Governi e le Banche Centrali dei Paesi originariamente più critici nei riguardi della formulazione del *bail-in*, si sono rivelati anche i più restii ad applicarlo in fase di crisi. I casi italiani dal canto loro corroborano l'idea per cui sembra sia stato fatto di tutto per evitare il salvataggio interno⁷⁰⁶. Così è avvenuto per il d.l. 183/2015, adottato di gran fretta a fine anno⁷⁰⁷ per porre rimedio alla «crisi delle quattro banche» italiane, prima che dal Gennaio successivo entrassero in vigore le nuove regole su salvataggio interno. Già abbiamo parlato delle vicende di Monte dei Paschi di Siena e di come le aspettative di un intervento pubblico si siano rivelate in ultima istanza ben fondate⁷⁰⁸. Ci si limita in questa sede ad aggiungere che non sono mancate le voci critiche di coloro che hanno parlato di un salvataggio pubblico mascherato da *bail-in*⁷⁰⁹. Infine anche la sorte che attende Veneto Banca e Popolare di Vicenza, sembra appiattirsi sulla soluzione già sperimentata con Monte Paschi di un *bail-in* gattopardesco, in cui tutte le regole devono cambiare affinché

⁷⁰⁶ Sul punto non sono mancati rilievi di ugual tenore da parte dei rappresentanti delle associazioni di categoria. *Ex multis* vd. Bonafede A., 2017, *Garonna: «Con il mercato unico dei capitali grandi vantaggi per Pmi e risparmiatori»*, *Intervista al Segretario Generale di FEBAF, la federazione fra banche, compagnie di assicurazioni e fondi*, articolo apparso su «La Repubblica», Economia e Finanza, n. 13 Marzo. Nell'intervista si legge che: «Le procedure per il *bail-in*, ad esempio, sono state accuratamente evitate, per non spaventare ulteriormente i risparmiatori italiani»

⁷⁰⁷ Il decreto non è stato infine convertito. I provvedimenti adottati sulla base di questo sono stati fatti salvi dalla Legge di Stabilità per il 2016, che si è sostituita alla precedente base giuridica, richiamandone le previsioni. La vicenda è ben descritta in Antonucci A., 2016, *Fra opacità e regole tossiche: il ruolo degli scenari probabilistici*, articolo pubblicato in «Rivista di Diritto Bancario», n. 2/2016,

⁷⁰⁸ Ancora in questi giorni è oggetto di dibattito il caso dei rimborsi per le vendite inadeguate, di cui abbiamo discusso nel paragrafo III.2.b. Per una sintetica ricostruzione del dibattito degli ultimi mesi, si segnala fra gli altri per la ricostruzione delle vicende degli ultimi mesi e per i profili attinenti alla trasparenza AA.VV., 2017, *Mps, ok condizionato dalla Ue al salvataggio di Stato*, articolo apparso su «La Repubblica», n. 1 Giugno.

⁷⁰⁹ Così ad esempio Unmack N., 2016, *Italy's Monte dei Paschi bail-in is a bailout*, Agenzia Reuters, 23 Dicembre. Negli stessi termini si è espressa Piras M., 2017, *Mps: ecco cosa succederà ad azioni e obbligazioni con il burden sharing stile Padoan*, articolo apparso su «Formiche», 8 Gennaio.

ogni cosa avvenga esattamente come prima⁷¹⁰. Al di là degli accenti di una anche troppo facile ironia, questa casistica mostra come spesso una regola sia ben lontana dal trovare applicazione così come viene prevista sui bollettini e sulle gazzette ufficiali. Negli ultimi giorni poi pare che la «*bail-inofobia*» abbia contagiato anche altri Paesi in Europa, primo fra tutti la Spagna, dove la soluzione posta in essere per *Banco Popular*, acquistato da *Santander* al prezzo simbolico di un euro - *nihil sub sole novi* aggiungerei noi - ha rispecchiato *in toto* il paradigma già rodato in Italia⁷¹¹. Agli osservatori non può quindi che sovvenire la seguente domanda: ha senso vincolarsi con clamore di solenni proclami ad una regola che incorpora i presupposti dell'impopolarità, quand'anche non della difficoltà operativa, per poi andare alla ricerca di tutti gli stratagemmi possibili per evitarne le conseguenze? La risposta a tale interrogativo, ma soprattutto al pericolo di una minore credibilità nell'ambito della politica di risoluzione e la conseguente riproposizione dello schema del *too-big-to fail*, sarà soltanto il tempo a fornirla. Per ora dobbiamo prendere atto che non sono mancate proposte di riforma della Direttiva BRRD, soprattutto da parte italiana⁷¹², in linea con le posizioni critiche già sollevate in fase di negoziazione.

Non può inoltre essere trascurato - come dicevamo - il ruolo degli operatori. L'analisi da noi condotta suggerisce che essi abbiano in qualche modo colto il portato del salvataggio interno; nondimeno tutto fuorché pacifica è l'indicazione che da tale considerazione si può trarre. Al momento sembra infatti che gli unici ad essere realmente preoccupati dell'impatto di un *bail-in*, più che gli amministratori delle banche, siano gli investitori *retail*. Se così fosse, non si potrebbe però che

⁷¹⁰ Per una breve ricostruzione delle ipotesi sul tavolo al momento in cui si ultimava il presente scritto, si può fare riferimento, benché il titolo sia marcatamente giornalistico e non rifletta il reale dato giuridico, a Sensini M., 2017, *Banche venete, escluso il bail in - I risparmiatori verranno tutelati*, «Corriere della Sera», 25 Maggio. Ancora sull'argomento vd. Mandurino K., 2017, *Banche Venete: salvataggio senza «bail-in»*, articolo apparso su «Il Sole 24 Ore», n. 14 Giugno.

⁷¹¹ Per chi volesse avere un'idea di che cosa sia accaduto in Spagna, si rimanda a Dal Maso E., 2017, *Blitz del Santander: salvato il Banco Popular*, articolo pubblicato su «Milano Finanza», n. 111, p. 2, 8 Giugno. Il caso spagnolo sembra inoltre corroborare le considerazioni che abbiamo formulato circa il ruolo della tempistica. A tal proposito va segnalato come un comunicato da parte del Comitato Unico di Risoluzione circa la possibilità di sottoporre *Banco Popular* a procedura di risoluzione, altro effetto non abbia sortito se non quello di peggiorare la posizione dell'istituto. Sul punto può essere d'aiuto la lettura di Fubini F., 2017, *L'aiuto Ue al Santander e le condizioni per l'Italia - L'intervento controverso di Elke Koenig sul salvataggio del Banco Popular*, articolo apparso su «Corriere della Sera», n. 13 Giugno.

⁷¹² I contenuti delle proposte di ABI e Federcasse possono essere rintracciati in Serafini L., 2017, *Banche - Piano italiano per cambiare il «bail-in»*, articolo pubblicato su «Il Sole 24 Ore», n. 19 Aprile.

essere vivamente preoccupati per il rischio di un deterioramento del rapporto fiduciario accordato al settore creditizio, con tutte le possibili ricadute nefaste.

In definitiva quello che occorre sembra essere un maggiore grado di appartenenza - o di *ownership*, come si direbbe in lingua inglese - nei riguardi delle regole inerenti alla politica di risoluzione, la cui prossima versione, al netto di modifiche o integrazioni, dovrà preoccuparsi di trovare adeguato consenso tanto fra le autorità che saranno chiamate a darne attuazione, quanto fra gli operatori economici che ne saranno coinvolti. Non vogliamo per questo affermare che una politica di risoluzione diversa debba sforzarsi di essere accomodante, così come nemmeno potrebbe dirsi lodevole un ritorno all'implicita garanzia pubblica; nondimeno non è accettabile che gli operatori vivano in un clima di perenne incertezza circa il reale grado di rischio in portafoglio, dovuta agli atteggiamenti altalenanti in fase di implementazione. *Dura lex, sed lex* - insegnavano i Latini, ma perché si possa parlare di *lex* è necessario che la regola sia accompagnata dal crisma della certezza. Servono quindi norme di risoluzione attorno alle quali si levi il generale accordo per renderle operanti.

Infine non sarebbero certo da salutare con sfavore più ampi margini di discrezionalità in capo alle autorità di risoluzione, affinché possano caso per caso porre in essere una combinazione di misure, che meglio si attaglino alle esigenze di un particolare momento di crisi, che sarà certamente diverso e unico rispetto a qualsiasi altro. Rispetto allo stato attuale sarebbe preferibile che l'autorità volta per volta competente, in virtù dell'altissimo bagaglio di competenze e di professionalità che contraddistingue questi organismi, potesse valutare con un margine non troppo angusto quali siano le azioni da intraprendere, i mezzi da utilizzare e le procedure da adottare. Non è infatti agevole per il decisore stabilire *ex ante* metodi e strumenti con cui contenere gli effetti di un dissesto, proprio perché la crisi per sua natura, come abbiamo ricordato fin dalla prima pagina di questo lavoro, è evento atipico e tutto sommato imprevedibile. In fondo il modo in cui cavalcare uno *tsunami*, nessuno ce lo può insegnare!

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., 2016, Banche nel mirino, crolla la Borsa, prima pagina de «Il Sole 24 Ore», n. 19 Gennaio;
- AA.VV., 2016, *Banking and private capital: friend or foe?*, KPMG International, Aprile 2016;
- AA.VV., 2012, *Commission proposes a package for banking supervision in the Eurozone – frequently asked questions*, Commissione Europea, Press Release, 12 settembre 2012, Bruxelles-Strasburgo;
- AA.VV., 2016, *Germany - Financial Sector Assessment Program: Stress Testing the Banking and Insurance Sectors - Technical Note*, Fondo Monetario Internazionale, Country Report n. 191/2016, Washington;
- AA.VV., 2016, *Gruppo Bancario Cooperativo*, Disposizioni di Vigilanza, Documento di Consultazione, Banca d'Italia, 15 Luglio;
- AA.VV., 2016, *Gruppo Bancario Cooperativo*, Disposizioni di Vigilanza, Resoconto della Consultazione, Banca d'Italia, 3 Novembre;
- AA.VV., 2014, *Guida alla Vigilanza Bancaria*, Banca Centrale Europea, Francoforte;
- AA.VV., 2016, *I Gruppi Bancari Cooperativi: le Disposizioni di Attuazione della Banca d'Italia (modifiche alla circolare 285)*, Relazione sull'Analisi di Impatto, Banca d'Italia, 15 Luglio;
- AA.VV., 2016, *La Riforma del Credito Cooperativo spiegata punto per punto*, dossier informativo contenuto in «La Riforma Prende Forma», Federazione italiana delle banche di credito cooperativo - casse rurali ed artigiane;

- AA.VV., 2010, *Le relazioni della BCE con le istituzioni e gli organi dell'Unione Europea: evoluzione e prospettive*, BCE, «Bollettino Mensile», Gennaio 2010, pp. 75-87;
- AA.VV., 2017, *Mps, ok condizionato dalla Ue al salvataggio di Stato*, articolo apparso su «La Repubblica», n. 1 Giugno;
- AA.VV., 2016, *Nota sui risultati dello stress test europeo del 2016*, Banca d'Italia, Roma, 29 Luglio;
- AA.VV., 2015, *Policy in Focus: The European Deposit Insurance Scheme*, in «Banking and Finance», Newsletter, Commissione Europea;
- AA.VV., 2000, *Private Sector Involvement in Crisis Prevention and Resolution: Operational Guidelines*, Allegato II, Statement of G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors, Washington, 16 Aprile 2000;
- AA.VV., 1998, *Report on the Working Group on strengthening financial systems*, Fondo Monetario Internazionale, 5 Ottobre;
- AA.VV., 2016, *Sistema Europeo di Assicurazione dei Depositi e completamento dell'Unione Bancaria - Proposta di regolamento (COM(2015)586) e Comunicazione (COM(2015)587)*, Dossier per le Commissioni, Esame di Atti e Documenti dell'Unione Europea, Dossier Congiunto, Servizio Studi Senato della Repubblica, Dossier Europeo n. 18 et Ufficio Rapporti con l'Unione Europea Camera dei Deputati, n. 43, Roma, 29 Gennaio;
- ACHARYA V.V. et PEDERSEN L.H. et PHILIPPON T. et RICHARDSON M., 2017, *Measuring systemic risk*, articolo pubblicato su «Review of Financial Studies», Vol. 30, n. 1, pp. 2 - 47;

- ADAMS S.D., 2014, *Swap Safe Harbors in Bankruptcy and Dodd-Frank: A Structural Analysis*, articolo apparso in «Stanford Journal of Law, Business and Finance», n. 20, pp. 91 e ss.;
- ADMATI A.R. et HELLWIG M.F., 2013, *Does debt discipline bankers? An academic myth about bank indebtedness*, in Appendice a Idd., *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, pp. XXXVII;
- AFONSO G. et SANTOS J. A. et TRAINA J., 2014, *Do «too-big-to-fail» banks take on more risk?*, in «Economic Policy Review», Federal Reserve Bank of New York, Vol. 20, n. 2;
- ALBERTI J.F., 2014, *Le Agenzie dell'Unione Europea*, Tesi Dottorale, Relatore Condinanzi M., Correlatore Nascimbene B., Università degli Studi di Milano, Dipartimento di Diritto Pubblico Italiano e Sovranazionale;
- AMATO G., 1990, *Due anni al Tesoro*, Il Mulino, Bologna;
- AMATORI F. et COLLI A., 1999, *Impresa e industria in Italia: dall'Unità a oggi*, Marsilio, Venezia;
- ANTISERI D., 1996, *Trattato di Metodologia delle Scienze Sociali*, UTET, Torino;
- ANTONUCCI A., 2016, *Fra opacità e regole tossiche: il ruolo degli scenari probabilistici*, articolo pubblicato in «Rivista di Diritto Bancario», n. 2/2016;
- ACHARYA V. et DRECHSLER I. et SCHNABL P., 2014, *A pyrrhic victory? Bank bailouts and sovereign credit risk*, articolo apparso su «The Journal of Finance», n. 6, Anno 69, pp. 2689-2739;
- AQUILANI B. et GATTI C. et GRIGNASCHI G., 2012, *Struttura e governo della cooperazione di credito a supporto del territorio: i casi italiano e francese a*

- confronto*, Atti del XXIV Convegno annuale di Sinergie «Il territorio come giacimento di vitalità per le imprese», Università del Salento, 18 e 19 Ottobre;
- ARGENTATI A., 2015, *Sistemi di garanzia dei depositi e crisi bancarie: c'è aiuto di Stato?*, in «Mercato Concorrenza Regole», n. 2/2015, pp. 315-336;
 - Id., 2016, *I salvataggi di banche italiane e l'antitrust europeo*, in «Mercato, Concorrenza, Regole», Fascicolo 1/2016;
 - ARROW K.J., 1965, *Uncertainty and the welfare economics of medical care: reply (the implications of transaction costs and adjustment lags)*, articolo comparso su «The American Economic Review, Vol. 55, n. 2, pp. 154-158;
 - Id., 1968, *The economics of moral hazard: further comment*, in «The American Economic Review», Vol. 58, n. 3, pp. 537 - 539;
 - ASPRONE M. et MARASCA M. et RUSCITO A., 2009, *La discrezionalità tecnica della pubblica amministrazione*, Collana «Teoria e Pratica del Diritto, Sez. IV, Vol. 82, Giuffrè, Milano;
 - ATKESON A., 1991, *International lending with moral hazard and risk of repudiation*, articolo pubblicato su «Econometrica: Journal of the Econometric Society», Vol. 59, n. 4, pp. 1069 - 1089;
 - AVGOULEAS E. et CULLEN J., 2014, *Market Discipline and EU Corporate Governance Reform in the Banking Sector: Merits, Fallacies, and Cognitive Boundaries*, articolo apparso su «Journal of Law and Society», vol. 41, Corporate Governance Symposium special issue, pp. 28 - 50;
 - AVGOULEAS E. et GOODHART C., 2014, *A critical evaluation of bail-in as a bank recapitalisation mechanism*, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 10065;

- Idd., 2016, *Critical Reflections on bail-in*, articolo apparso su «Journal of Financial Regulation», Vol. 1, n. 1, pp. 3 - 29;
- AVGOULEAS E. et GOODHART C. et SCHOENMAKER D., 2013, *Bank Resolution Plans as a catalyst for global financial reform*, in «Journal of Financial Stability», n. 2, Anno 9, pp. 210-218;
- BAGLIONI A., 2016, *Unione Bancaria Europea: i problemi ancora aperti*, articolo apparso su «Osservatorio Monetario», n. 2/2016, pp. 3 - 11;
- Id., 2017, *Chi prende lauti bonus con i rischi degli altri*, articolo apparso su «lavoce.info», 26 Maggio;
- BANCA CENTRALE EUROPEA, 2013, *Banking Structures Report*, Novembre;
- BANCA D'ITALIA, 2016, *Liquidazione della BCC Crediveneto*, Comunicazione, 16 Maggio;
- BANCA D'ITALIA, 2016, *Relazione Annuale sul 2015*, Esercizio CXXII, Roma, 31 Maggio;
- BANFI A., *Recenti interventi a sostegno dell'attività delle banche italiane: il parere degli operatori*, articolo pubblicato su «Osservatorio Monetario», n. 2/2016, pp. 51 - 58;
- BANI E., 1996, *Fondo interbancario di tutela dei depositi in funzione anticrisi*, in Restuccia G., a cura di, *La prevenzione della crisi bancaria nell'ordinamento italiano e comunitario: diritto delle imprese in crisi*, in «Atti di Seminari del Dottorato», Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, Vol.IV, pp. 246-251
- BARBAGALLO C., 2014, *Il rapporto tra BCE e autorità nazionali nell'esercizio della vigilanza*, in atti del convegno «Unione Bancaria: istituti, poteri e impatti economici», LUISS Guido Carli, Roma, 26 Febbraio 2014;

- BARBER B.M. et ODEAN,T., 2008, *All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors*, in «Review of Financial Studies», Vol. 21, n. 2, pp. 785 - 818;
- BARTH J.R. et PRABHA A.P. et SWAGEL P., 2012, *Just how big is the too-big-to-fail problem?*, articolo apparso su «Journal of Banking Regulation», Anno 13, n. 4, pp. 265-299;
- BARUCCI E. et MILANI C., 2016, *Finalmente il Fondo Atlante: sarà piccolo ma è pur sempre una bad bank*, articolo apparso su «FinRisk Alert - Mercati, Intermediari, Istituzioni», Quantitative Finance Lab, Politecnico di Milano, n. 11/2016;
- BEBCHUK L.A., 2009, *Buying troubled assets*, in «Yale Journal on Regulation», n. 1, Vol. 26, pp. 343-358;
- BEIRNE J. et FRATZSCHER M., 2013, *The pricing of sovereign risk and contagion during the European sovereign debt crisis*, articolo apparso su «Journal of International Money and Finance», n. 34, pp. 60-82;
- BELVISO U., 1998, *La liquidazione coatta amministrativa ed il caso del Banco di Napoli*, in «Banca, Borsa e Titoli di Credito», n. 2/1998, pp. 569 e ss.;
- BENARTZI S. et THALER R.H., 1995, *Myopic loss aversion and the equity premium puzzle*, in «The quarterly journal of Economics», Vol. 110, n. 1, pp. 73 - 92;
- BÉNASSY-QUÉRÉ A. et COEURÉ B. et JACQUET P. et PISANI-FERRY J., 2010, *Economic policy: Theory and practice*, Oxford University Press, Oxford, UK, in Italiano Idd., Petretto A. et Russo F.F., a cura di, *Politica Economica: Teoria e Pratica*, Il Mulino, Bologna;

- BENHABIB J. et SCHMITT-GROHÉ S. et URIBE M., 2001, *Monetary policy and multiple equilibria*, in «American Economic Review», pp. 167 - 186;
- BENTIVEGNA A.M., 2015, *Fondi di garanzia dei depositi e crisi bancarie: novità e profili problematici alla luce del nuovo framework regolamentare europeo in materia di risanamento e risoluzione*, in «Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia», n. 3/2015, supplemento, pp. 25 - 54;
- BERNANKE B., 2004, *The great moderation*, discorso riportato in Koenig E.F. et Leeson R. et Kahn G.A., 2012, *The Taylor Rule and the transformation of monetary policy*, Institutions Press Publication Hoover, Stanford, California;
- BINDER J.H., 2014, *Resolution planning and structural bank reform within the banking union*, SAFE Working Paper, n. 81;
- BINI SMAGHI L., 2011, *Intervento del Membro del Comitato Esecutivo della Banca Centrale Europea*, Atti di «Goldman Sachs Global Macro Conference - Asia», Hong Kong, 22 Febbraio, reperibile all'indirizzo <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110222.en.html>;
- BLIESENER D.H., 2013, *Legal problems of bail-ins under the EU's proposed Recovery and Resolution Directive*, capitolo contenuto in Dombret A. e Kenadjian P.S., a cura di, *The Bank Recovery and Resolution Directive*, De Gruyter, Berlino, pp. 189 e ss.;
- BOBBIO N., 1976, *La teoria delle Forme di Governo nella storia del pensiero politico*, Giappichelli, Torino;
- BOCCUZZI G., 2015, *L'Unione Bancaria europea, Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, in «Banca e Mercati», n. 128, Bancaria Editrice, Roma;

- BONAFEDE A., 2017, *Garonna: «Con il mercato unico dei capitali grandi vantaggi per Pmi e risparmiatori»*, *Intervista al Segretario Generale di FEBAF, la federazione fra banche, compagnie di assicurazioni e fondi*, articolo apparso su «La Repubblica», Economia e Finanza, n. 13 Marzo;
- BONCI R. et Coletta M., 2005, *I conti finanziari dell'Italia dal 1950 ad oggi*, Banca d'Italia, capitolo contenuto negli atti del convegno “I conti finanziari: la storia, i metodi, l'Italia, i confronti internazionali”, Perugia, 1 e 2 Dicembre;
- BOONE P. et JOHNSON S., 2011, *Europe on the Brink*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, n. 13/2011;
- BOSCHETTI B., 2016, *Soft Law e normatività. Un'analisi comparata*, in «Rivista della Regolazione dei Mercati», n. 2/2016, pp. 32-52;
- BRESCIA MORRA C., 2016, *Il Diritto delle Banche*, Il Mulino, Bologna
- Id., 2014, *From the Single Supervisory Mechanism to the Banking Union. The role of the ECB and the EBA*, Working Paper n.2/2014, Luiss Guido Carli - School of European Political Economy, Roma;
- BRESCIA MORRA C. et MORERA U., 2006, *L'impresa bancaria. L'organizzazione e il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, diretto da Perlingieri P., Napoli, p. 167 ss;
- BREWER E. et JAGTIANI J., 2007, *How Much Would Banks Be Willing to Pay to Become «Too-Big-to-Fail» and to Capture Other Benefits*, Federal Reserve Bank of Kansas City, RWP 07-05;
- BRUNO F. et ROZZI A., 2007, *La collateralizzazione degli strumenti finanziari derivati OTC (“over the counter”) in Italia*, articolo apparso su «Le Società», n. 10/2007;

- BUSCH D., 2017, Product Governance and Product Intervention under MiFID II/MiFIR, capitolo contenuto in Busch D. et Ferrarini G., a cura di, *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford University Press, Oxford, pp. 123 - 146;
- CANNARI L. et SIGNORINI L F., 1996, *Localismo, spirito cooperativo ed efficienza: elementi per un'analisi economica delle banche di credito cooperativo*, Banca d'Italia, Tema di discussione del Servizio Studi n. 274, Luglio;
- CANNAS G. et CARIBONI J. et KAZEMI VEISARI L. et PAGANO A., 2013, *Updated Estimates of EU eligible and covered deposits*, Commissione Europea, JRC Technical Report, Ufficio Pubblicazioni dell'Unione Europea, Lussemburgo, versione aggiornata 2015;
- CAPARVI R., 2000, *La nuova attività bancaria. Economia e tecniche di gestione*, FrancoAngeli, Roma;
- CAPRIGLIONE F., 2015, *Le Fonti Normative*, in Capriglione F., a cura di, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, Cedam, Padova;
- Id., a cura di, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, Cedam, Padova;
- CARLINI V., 2016, *le banche mandano in rosso Piazza Affari*, articolo apparso su «Il Sole 24 Ore», n. 19 Febbraio;
- CARLSSON C. et EHRENBERG D. et EKLUND P. et FEDRIZZI M. et GUSTAFSSON P. et LINDHOLM P. et MERKURIEVA G. et RIISSANEN T. et VENTRE A.G.S., 1992, *Consensus in distributed soft environments*, articolo apparso su «European Journal of Operational Research», n. 61, pp. 165-185;
- CARMASSI J. et DI GIORGIO G., 2016, *L'impatto del bail-in sulla rete di protezione finanziaria*, in «Analisi Giuridica dell'Economia», Fascicolo 2, Anno 2016, pp. 297 - 332;

- CARMASSI J. et LUCHETTI E. et MICOSI S. et All., 2010, *Overcoming too-big-to-fail: A regulatory framework to limit moral hazard and free riding in the financial sector*, Task Force on Bank Crisis Resolution, CEPS-Assonime, Report Unico;
- CASSESE S., 2012, *La Nuova Costituzione Economica*, Laterza, Roma-Bari;
- CELLINO M., 2016, *Il risveglio dell'euro schiaccia le Borse*, articolo pubblicato su «Il Sole 24 Ore», n. 7 Febbraio;
- CERCONE R., *Commento sub Art. 96-bis TUB*, in «Commentario al testo delle leggi in materia bancaria e creditizia», Capriglione F, a cura di, Vol.II, Padova;
- CESARI R., 1999, *Gli effetti economici del nuovo regime di tassazione delle rendite finanziarie*, Banca d'Italia, Temi di discussione del Servizio Studi, n. 349, Marzo;
- CHAN-LAU J.A. et CHEN Z., 1998, *Financial Crisis and Credit Crunch as a Result of Inefficient Financial Intermediation - with Reference to the Asian Financial Crisis*, Fondo Monetario Internazionale, Working Paper n. 127, Anno 1998;
- CHARI V.V. et JAGANNATHAN R., 1988, *Banking panics, information, and rational expectations equilibrium*, in «The Journal of Finance», Vol. 43, n. 3, pp. 749 - 761;
- CHICK V., 2008, *Could the crisis at Northern Rock have been predicted?: An evolutionary approach*, articolo contenuto in «Contributions to Political Economy», Vol. 27, n. 1, pp. 115 - 124;
- CIHÁK M.M. et NIER E., 2009, *The Need for Special Resolution Regimes for Financial Institutions: The Case of the European Union*, Fondo Monetario Internazionale, Working Paper n. 200, Anno 2009;

- CIOCCA N., 2012, *Gli strumenti finanziari obbligazionari*, Giuffrè, Milano;
- CIVALE F., 2009, Mifid: la tutela del cliente, adeguatezza e appropriatezza, articolo pubblicato su «ABCRisparmio», 11 Giugno;
- CLAESSENS S. et HERRING R. et SCHOENMAKER D. et SUMME K. A., 2010, *A safer world financial system: Improving the resolution of systemic institutions*, in «geneva Report on the World Economy», International Center for Monetary and Banking Studies, n.12;
- CLERICETTI C., 1991, *Fatto il mercato ora manca il banchiere*, articolo apparso su «La Repubblica», n. 6 dicembre 1991;
- CLARICH M., 2014, *Administrative penalties in the single supervisory mechanism*, in «Banca Impresa Società», n. 2/33, pp. 333-348
- Id., *I Poteri di Vigilanza della Banca Centrale Europea*, atti del convegno «L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni», Modena, 26 ottobre 2012;
- CLARICH M. et CAMILLI E.L., 2009, L'evoluzione del controllo dei rischi finanziari: le competenze della Banca d'Italia e della Consob, articolo apparso su «Banca Impresa Società», n. 1, Anno 28, pp. 27-72;
- COFFEE J.C. Jr., 2011, *Systemic risk after Dodd-Frank: contingent capital and the need for regulatory strategies beyond oversight*, articolo pubblicato su «Columbia Law Review», Vol. 111, n. 4, pp. 795 - 847;
- COLETTA M. et SANTIONI R., 2016, *Le obbligazioni bancarie nel portafoglio delle famiglie italiane*, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, Occasional Paper n. 359, Ottobre;

- COMMISSIONE EUROPEA, 2012, *Gestione delle crisi: nuove misure per evitare di dover ricorrere al salvataggio delle banche*, Comunicato Stampa, Bruxelles, 6 giugno;
- Id., 2014, *Statement - Finalising the Banking Union: European Parliament backs Commission's proposals (Single Resolution Mechanism, Bank Recovery and Resolution Directive, and Deposit Guarantee Schemes Directive)*, Bruxelles, 15 Aprile;
- CONSTÂNCIO V., 2013 *Towards the Banking Union*, Intervento del Vicepresidente BCE, Atti del Convegno «Banking and Supervision under transformation», Seconda Conferenza FIN-FSA sulla Regolazione e la supervisione all'interno dell'Unione Europea, Helsinki, 12 Febbraio;
- Id., 2014, *Banking Union and European Integration*, Intervento del Vicepresidente della Banca Centrale Europea, OeNB Economics Conference, Vienna, 12 Maggio;
- CORBETTA P., 2003, *La Ricerca Sociale: metodologia e tecniche*, Il Mulino, Bologna;
- CORSETTI G. et GUIMARAES B. et ROUBINI N., 2006, *International lending of last resort and moral hazard: A model of IMF's catalytic finance*, in «Journal of Monetary Economics», Vol. 53, n. 3, pp. 441 - 471;
- CORSETTI G. et PESENTI P. et ROUBINI N., 1998, *What caused the Asian currency and financial crisis? Part I: A macroeconomic overview*, National Bureau of Economic Research, Working Paper n. W6833;
- COSTA C., a cura di, 2013, *Commento al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Giappichelli, Torino;

- COSTI R., 1989, *Informazione e mercato finanziario*, articolo pubblicato su «Banca Impresa Società», pp. 208 e ss.;
- Id., 2012, *L'Ordinamento Bancario*, Il Mulino, Bologna;
- CROTTY J., 2009, *Structural causes of the global financial crisis: a critical assessment of the «new financial architecture»*, articolo pubblicato su «Cambridge Journal of Economics», Vol. 33, n. 4, pp. 563 - 580;
- CUTLER D.M. et KNAUL F. et LOZANO R. et MÉNDEZ O. et ZURITA B., 2002, *Financial crisis, health outcomes and ageing: Mexico in the 1980s and 1990s*, articolo apparso su «Journal of Public Economics», Vol. 84, n. 2, pp. 279 - 303;
- DAL MASO E., 2017, *Blitz del Santander: salvato il Banco Popular*, articolo pubblicato su «Milano Finanza», n. 111, p. 2, 8 Giugno;
- DAVIS S.J., et KAHN, J.A., 2008, *Interpreting the great moderation: Changes in the volatility of economic activity at the macro and micro levels*, in «The Journal of Economic Perspectives», Vol. 22, n. 4, pp. 155 - 180;
- DE ALDISIO A., 2016, *Le nuove regole europee sulla risoluzione. L'intervento pubblico tra Scilla e Cariddi*, articolo apparso su «Analisi Giuridica dell'Economia», Fascicolo 2, Dicembre 2016, pp. 333 - 367;
- DE BONDT W.F. et THALER R., 1985, *Does the stock market overreact?*, in «The Journal of Finance», Vol.3, n. 40, pp. 793 - 805;
- Idd., 1987, *Further evidence on investor overreaction and stock market seasonality*, articolo contenuto in «Journal of Finance», Vol.3, n. 42, pp. 557 - 581;

- DE GRAUWE, P., 2011, *A less punishing, more forgiving approach to the debt crisis in the eurozone*, Centre for European Policy Studies, Policy Brief, n. 230, Gennaio;
- Id., 2013, *The new bail-in doctrine: A recipe for banking crises and depression in the eurozone*, Centre for European Policy Studies, Commentary. 4 Aprile;
- DE LAROSIÈRE J., chaired by, *Report*, High Level Group on Financial Supervision in the EU, Bruxelles, 25 Febbraio 2009;
- DE MUCCI R., 2009, *Micropolitica*, Rubbettino, Soveria-Mannelli;
- DE PAOLI B. et HOGGARTH G. et SAPORTA V., 2009, *Output costs of sovereign crises: some empirical estimates*, Bank of England, Working Paper n. 362;
- DE YOUNG R. et KOWALIK M. et REIDHILL J., 2013, *A theory of failed bank resolution: Technological change and political economics*, articolo apparso su «Journal of Financial Stability», Anno 9, n. 4, pp. 612-627;
- DEL GIUDICE A., 2016, *Impact of the Market in Financial Instruments Directive (MiFID) on the Italian financial market: evidence from bank bonds*, articolo pubblicato su «Journal of Banking Regulation», in attesa di cartaceo;
- DELIVORIAS A., 2016, *Contingent Convertible Securities: is a storm brewing?*, Servizio Studi del Parlamento Europeo, Briefing, Maggio;
- Id., 2017, *Ranking of unsecured debt instruments in insolvency hierarchy*, Osservatorio Legislativo Parlamento Europeo, Briefing - EU legislation in progress;
- DELLA LUNA MAGGIO L., 2015, *Il Risparmio tra tutele costituzionali e interventi legislativi*, articolo apparso sulla rivista dell'Associazione Italiana dei Costituzionalisti, n. 4/2015;

- DESIDERIO G., 2000, *L'attività bancaria: fattispecie ed evoluzione*, Bancaria Editrice, Roma;
- Id., 2015, *L'Attività Bancaria*, capitolo contenuto in Capriglione F., a cura di, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, CEDAM, Padova, pp. 243 - 276;
- DEWATRIPONT M., 2014, *European banking: Bailout, bail-in and state aid control*, articolo contenuto in «International Journal of Industrial Organization», Vol. 34, pp. 37 - 43;
- DI BATTISTA M.L. et NIERI L., 2016, *Il Fondo Atlante: un piccolo passo per la soluzione al problema dei crediti deteriorati (e non solo)*, Articolo apparso su «Osservatorio Monetario», n. 2/2016, pp. 38-50;
- DI BRINA L., 2015, *La crisi della banca e degli intermediari finanziari*, capitolo inserito in Capriglione F., a cura di, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, Cedam, Padova, pp. 449 - 468;
- DI GASPARE G., 2011, *Teoria e Critica della Globalizzazione Finanziaria*, CEDAM, Padova;
- DI MASCIO F., 2013, *AIR e Regulatory Policy Committee secondo Gibbson e Parker*, Osservatorio AIR, «Rassegna Trimestrale», Vol. 4, n. 1, pp. 35 - 37;
- DIAMOND D.W. et RAJAN R.G., 2000, *A theory of bank capital*, articolo contenuto in «The Journal of Finance», Vol. 55 n. 6, pp. 2431 - 2465;
- Idd., 2001, *Banks and Liquidity*, articolo apparso su «The American Economic Review», Vol. 91, n. 2, pp. 422 - 425;
- DONATI J., 2016, *La ricapitalizzazione «interna» delle banche mediante bail-in*, articolo apparso su «Analisi Giuridica dell'Economia», n. 2, Anno 2016, pp. 597 - 618;

- DONATO L.L. et COSSA M., 2011, *Giocare d'anticipo: crisi bancarie e strumenti preventivi dell'Autorità di Vigilanza*, in «Banca Impresa Società», n. 3/2011, pp. 339 e ss.;
- DRAZEN A., 2002, *Conditionality and ownership in IMF lending: a political economy approach*, articolo contenuto in «Economic Review», Fondo Monetario Internazionale, Vol. 49, n. 1, pp. 36 - 67;
- EICHENGREEN B. et RUEHL C., 2001, *The bail-in problem: systematic goals, ad hoc means*, articolo pubblicato in «Economic Systems», Vol. 25, n. 1, pp. 3 - 32;
- EKLUND P. et RUSINOWSKA A. et De SWART H., 2007, *Consensus reaching in committees*, articolo apparso su «European Journal of Operational Research», n. 178, pp. 185-193;
- ENRIA A., 2015, *Indagine Conoscitiva presso la 6^a Commissione Finanze e Tesoro*, Senato della Repubblica, Roma, 3 Marzo;
- ENRIQUES L., 2009, *Regulators' Response to the Current Crisis and the Upcoming Reregulation of Financial Markets: One Reluctant Regulator's View*, articolo apparso su «University of Pennsylvania Journal of International Law», Vol. 30, n. 4, pp. 1147 - 1155;
- ERVIN W. et CALELLO P., 2010, *From bail-out to bail-in*, articolo apparso su «The Economist», n. 28 Gennaio 2010;
- ESMA, 2014, *MiFID II/MiFIR - Consultation Paper*, 22 Maggio, contenuto in ESMA/2014/549;
- Id., 2014, *MiFID II/MiFIR - Consultation Paper II - on draft RTS/ITS*, 19 Dicembre, contenuto in ESMA/2014/1570

- Id., 2014, *MiFID II/MiFIR - Discussion Paper*, 22 Maggio, contenuto in ESMA/2014/548;
- Id., 2014, *Final Report - Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*, 19 Dicembre, in ESMA /2014/1569;
- Id., 2015, *MiFID II/MiFIR draft Technical Standards on authorisation, passporting, registration of third country firms and cooperation between competent authorities*, 29 Giugno, in ESMA/2015/1006;
- Id., 2015, *Consultation Paper - Draft implementing technical standards under MiFID II*, 31 Agosto, in ESMA/2015/1301;
- Id., 2015, *Consultation Paper - Draft implementing technical standards under MiFID II*, 31 Agosto, in ESMA/2015/1301; Id., 2015, *Draft Regulatory and Implementing Technical Standards MiFID II/MiFIR*, 28 Settembre, in ESMA/2015/1464;
- Id., 2015, *Draft implementing technical standards under MiFID II*, 11 Dicembre, in ESMA/2015/1858;
- EVANS G., 1985, *Expectational stability and the multiple equilibria problem in linear rational expectations models*, articolo pubblicato su «The Quarterly Journal of Economics», Vol. 100, n. 4, pp. 1217 - 1233;
- FABBRINI S., 2010, *Compound democracies: why the United States and Europe are becoming similar*. Oxford University Press, Oxford;
- FAUCETTE D. et CUNNINGHAM T. et Loegering J., 2009, *Good bank/bad bank*, Banking Law Journal, n. 126, pp. 291 e ss.;
- FAZIO A., 2002, *La ristrutturazione del sistema bancario nell'ultimo decennio. Problemi e prospettive*, Testimonianza del Governatore della Banca d'Italia,

- Camera dei Deputati, VI Commissione Finanze, Senato della Repubblica, 6^a Commissione Finanze e Tesoro (congiunte), Roma, 2 Ottobre;
- FELDSTEIN M., a cura di, 2003, *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*, The University of Chicago Press, Chicago;
 - FERGUSON R.W., 2003, *Should financial stability be an explicit central bank objective*, capitolo contenuto in Ugolini P.C. et Schaechter A. et Stone M., a cura di, *Challenges to Central Banking from Globalized Financial Systems*, Fondo Monetario Internazionale, Washington, pp. 208 - 223;
 - FERRARI ZUMBINI R., 2016, *L'Europa fra luogo e non luogo*, articolo apparso su «Il Mulino», rivista, n. 2/2016, pp. 338 - 345;
 - FERRO LUZZI P., 1996, *Attività bancaria e attività delle banche*, in «Banca Impresa Società», pp. 3 e ss.;
 - Id., 1996, *Nozione di attività bancaria*, in *La nuova legge bancaria*, Ferro Luzzi P. et Castaldi G., a cura di, Giuffrè, Roma, Vol. 1, pp. 240 e ss.;
 - FISHER R.W., 2013, *Correcting 'Dodd-Frank' to actually end «too big to fail»*, audizione innanzi al Committee on Financial Services, US House of Representatives, Washington, 26 Giugno;
 - FORTUNATO S., 1999, *Il risanamento del Banco di Napoli e la Società per la Gestione di Attività*, capitolo contenuto in AA.VV., *Studi in memoria di Pietro De Vecchi*, Roma, pp. 437 e ss.;
 - FUBINI F., 2017, *L'aiuto Ue al Santander e le condizioni per l'Italia - L'intervento controverso di Elke Koenig sul salvataggio del Banco Popular*, articolo apparso su «Corriere della Sera», n. 13 Giugno;
 - FSA, 2009, *The Turner Review. A regulatory response to the global banking crisis*, Londra;

- FSB, 2011, *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, Ottobre 2011;
- GADAROWSKI C., 2002, *Financial press coverage and expected stock returns*, in Atti del Convegno «EFMA 2002 London Meetings»;
- GALÍ J. et GAMBETTI L., 2009, *On the sources of the great moderation*, articolo apparso su «American Economic Journal: Macroeconomics», Vol. 1, n. 1, pp. 26 -57;
- GANDRUD C. et HALLERBERG M., 2013, *Who decides? Resolving failed banks in a European framework*, Bruegel Policy Contribution, n. 16/2013;
- GIANNINI M.S., 1949, *Istituti di credito e servizi di interesse pubblico*, in «Moneta e Credito», Anno 5, n. 2;
- GIANNITTI L. et LUPO N., *Corso di Diritto Parlamentare*, Il Mulino, Bologna, 2013;
- GIGLIO V., 2016, *Come saranno affrontate le difficoltà delle banche nell'Unione Bancaria?*, articolo apparso su «Mercato Concorrenza Regole», n. 2/2016, in particolare pp. 373 - 385;
- GILSON S.C. et JOHN K. et LANG, L.H., 1990, *Troubled debt restructurings: An empirical study of private reorganization of firms in default*, articolo apparso su «Journal of Financial Economics», n.2, Anno 27, pp. 315-353;
- GIORDANO F., 2007, *Storia del sistema bancario italiano*, Donzelli, Roma;
- GOLDSTEIN M., 1998, *The Asian financial crisis*, Peterson Institute for International Economics, Policy Analyses in International Economics, n. 55, Giugno 1998;

- Id., 2011, *Integrating Reform of Financial Regulation with Reform of the International Monetary System*. in «Peter G. Peterson Institute for International Economics Working Paper», n. 5/2011, Washington;
- GOODHART C.A.E., 1999 *Myths about the lender of last resort*, articolo contenuto in «International Finance», Vol. 2, n. 3, pp. 339 – 360;
- GOODHART C.A.E. et ILLING, G., a cura di, 2002, *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort: A Reader*, Oxford University Press, Oxford, UK;
- GORTSOS C.V., 2015, *The Single Supervisory Mechanism (SSM)*, Nomiki Bibliothiki, Atene;
- GRASSO R. et LINCIANO N. et PIERANTONI L. et SICILIANO G., 2010, *Le obbligazioni emesse da banche italiane*, Quaderni di Finanza Consob, n. 67, 2010;
- GRECO G.L., 2016, *La tutela del risparmiatore alla luce della nuova disciplina di «risoluzione» delle banche*, articolo apparso su «Banca Impresa Società», Anno XXXV, n. 1, pp. 77-110;
- GROPP R. et HAKENES H. et SCHNABEL I., 2011, *Competition, risk-shifting, and public bail-out policies*, articolo apparso su «Review of Financial Studies», Vol. 24, n. 6, pp. 2084 - 2120;
- GROS D., 2012, *Principles of a two-tier European deposit (re-)insurance system*, articolo apparso su «Kredit und Kapital», n. 4/45, pp. 489-499;
- Id., 2015, *Completing the Banking Union: Deposit Insurance*, CEPS, Policy Brief n. 355
- GROS D. et SCHOENMAKER D., 2014, *European Deposit Insurance and Resolution in the Banking Union*, in «Journal of Common Market Studies», Vol. 52, issue 3, pp. 529-546;

- GUALERNI G., 1994, *Storia dell'Italia industriale: dall'unità alla Seconda Repubblica*, Etas, Milano;
- GUICCIARDINI F., 1530, *Ricordi Politici e Sociali*, Serie II, n. 79, ora ripubblicato in Raffaele Spongano, a cura di, 1951, Sansoni, Firenze;
- GUP B.E., 2004, *Too big to fail: policies and practices in government bailouts*, Greenwood Publishing Group, Westport, Connecticut;
- HADJIEEMMANUIL C., 2015, *Bank Resolution Financing in the Union*, LSE, Society and Economy Working Papers, n. 6/2015;
- Id., 2015, *Bank Stakeholders' Mandatory Contribution to Resolution Financing: Principle and Ambiguities of Bail-In*, saggio contenuto in AA.VV., *ECB Legal Conference 2015: From Monetary Union to Banking Union, on the Way to Capital Markets Union, New Opportunities for European Integration*, Banca Centrale Europea, Francoforte sul Meno, pp. 225 -248;
- HAGGARD S., 2000, *The political economy of the Asian financial crisis*, Peterson Institute for International Economics, Washington;
- HAIGH M.S. et LIST J.A., 2005, *Do professional traders exhibit myopic loss aversion? An experimental analysis*, in «The Journal of Finance», Vol. 60, n.1, pp. 523 - 534;
- HALL M.J., 2008, *The sub-prime crisis, the credit squeeze and Northern Rock: the lessons to be learned*, articolo in «Journal of Financial Regulation and Compliance», Vol. 16, n. 1, pp. 19 - 34;
- HALPERN P. et TREBILCOCK M. et TURNBULL S., 1980, *An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law*, articolo apparso in «University of Toronto Law Journal», Vol. 30, n. 2, pp. 117 - 150;

- HAYEK, Von, F.A., 1960, *The Constitution of Liberty*, University of Chicago Press, Chicago;
- HELLEINER E., 2009, *Reregulation and fragmentation in international financial governance*, articolo contenuto in «Global Governance», Vol. 15, n. 1, pp. 16 - 22;
- HELLOWIG M.F., 2006, *Market Discipline, Information Processing and Corporate Governance*, Max Planck Institute for Research on Collective Goods, Discussion Paper n. 155, Giugno;
- HETZEL R.L., 1991, *Too big to fail: Origins, consequences, and outlook*, Federal Reserve Bank of Richmond;
- HOGGARTH G. et REIDHILL J. et SINCLAIR P., 2003, *Resolution of banking crises: an overview*, articolo apparso su «Financial Stability Review», Banca Centrale Europea, n. 1/2013;
- HÖLMSTROM B., 1979, *Moral hazard and observability*, articolo contenuto in «The Bell Journal of Economics», Vol. 10, n.1, pp. 74-91;
- HONKAPOHJA S. et KOSKELA E., 1999, *The economic crisis of the 1990s in Finland*, articolo apparso su «Economic Policy», Vol. 14, n. 29, pp. 400 - 436;
- HOSHI T. et KASHYAP, A.K., 2004, *Japan's financial crisis and economic stagnation*, articolo apparso su «The Journal of Economic Perspectives», Vol. 18, n. 1, pp. 3 - 26;
- HOSKIN K. et WOOLFORD I., 2011, *A primer on open bank resolution*, in «Reserve Bank of New Zealand Bulletin», n. 3, Anno 74, pp. 5-10;
- HOUBEN A. et KAKES J. et SCHINASI G.J., 2004, *Toward a framework for safeguarding financial stability*. Fondo Monetario Internazionale, Working Paper n. 04/101;

- HOWARTH D. et QUAGLIA L., 2014, *The steep road to European banking union: Constructing the single resolution mechanism*, articolo apparso su «Journal of Common Market Studies», Volume 52, n. 1, pp. 125-140;
- HUERTAS T.F., 2011, *The road to better resolution: from bail-out to bail-in*, capitolo contenuto in Beblavy M. et Cobham D. et Ódor L., a cura di, *The Euro Area and the Financial Crisis*, Cambridge University Press, Cambridge, UK;
- Id., a cura di, 2016, *European Bank Resolution: Making it Work!*, Interim Report of the CEPS Task Force on Implementing Financial Sector Resolution, Centre for European Policy Studies, Bruxelles, Gennaio;
- IBRIDO R., 2017, *L'Unione Bancaria Europea - Profili Costituzionali*, Giappichelli, Torino;
- INZITARI B., 2016, *BRRD, bail-in, risoluzione della banca in dissesto, condivisione delle perdite (D.Lgs. 180/2015)*, articolo apparso su «Il Diritto degli Affari», n. 13 Maggio;
- IMF, *World Economic Outlook*, Washington, Ottobre 2015;
- ISSING O., 2003, *Monetary and financial stability: is there a trade-off?*, Atti del Convegno «Monetary Stability, Financial Stability and the Business Cycle», Basilea, Banca dei Regolamenti Internazionali, 28 - 29 Marzo;
- ITA - Italian Trade Agency, ICE, agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane, 2017, *Romania*, in *Panorama Internazionale*, 27 Febbraio;
- JACKLIN C.J. et BHATTACHARYA S., 1988, *Distinguishing panics and information-based bank runs: Welfare and policy implications*, articolo apparso su «Journal of Political Economy», Vol. 96, n. 3, pp. 568 - 592;

- JEGADEESH N. et TITMAN S., 2001, *Profitability of momentum strategies: An evaluation of alternative explanations*, in «The Journal of Finance», Vol. 56, n. 2, pp. 699-720;
- JIN K.Y., 2014, *How to Eat an Elephant: Corporate Group Structure of Systemically Important Financial Institutions, Orderly Liquidation Authority, and Single Point of Entry Resolution*, articolo apparso su «Yale Law Journal», n. 124, pp. 1746 e ss.;
- JUNCKER J.C. et TUSK D., DIJSSELBLOEM J., DRAGHI M., SCHULZ M., 2015, *Completing Europe's Economic and Monetary Union*, Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione Europea, Lussemburgo;
- KAUFMAN G.G., 2002, *Too Big to Fail in US Banking: Quo Vadis?*, articolo apparso su «Quarterly Review of Economics and Finance», n. 2/2002, pp. 423-436;
- Id., 2014, *Too big to fail in banking: What does it mean?*, articolo apparso su «Journal of Financial Stability», n.13, pp. 214-223;
- KINDLEBERGER C.P. et Aliber R.Z., 1978, *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises*. Palgrave Macmillan, Palgrave Macmillan, Basingstone, UK;
- KÜHBERGER A. et SCHULTE-MECKLENBECK M. et PERNER J., 1999, *The effects of framing, reflection, probability, and payoff on risk preference in choice tasks*, in «Organizational behavior and human decision processes», Vol. 78, n. 3, pp. 204-231;
- LA FRANCESCA S., 2004, *Storia del sistema bancario italiano*, Il Mulino, Bologna;

- LA SPINA A. et ESPA E., 2011, *Analisi e Valutazione delle Politiche Pubbliche*, Il Mulino, Bologna;
- LACKHOFF K., 2014, *How will the Single Supervisory Mechanism (SSM) function?*, in «Journal of International Banking Law and Regulation», n. 29/2014;
- LAEVEN L. et VALENCIA F, 2008. *Systemic Banking Crises; A New Database*, Fondo Monetario Internazionale, Working Paper n. 08/224;
- Idd., 2013, *Systemic Banking Crises Database*, Fondo Monetario Internazionale, in «Economic Review», Vol. 61, n. 2, pp. 225 - 270;
- LANE P.R., 2012, *The European sovereign debt crisis*, articolo apparso su «The Journal of Economic Perspectives», Vol. 26, n. 3, pp. 49-67;
- LASSWELL H.D., 1955, *Current studies of the decision process: Automation versus creativity*, in «Western Political Quarterly», n.3/8, pp. 381-399;
- LAVIOLA S. et LOIACONO G. et SANTELLA P., 2015, *L'Unione Bancaria e il possibile impatto dei nuovi strumenti di risoluzione delle crisi: un'analisi empirica*, articolo pubblicato su «Aperta Contrada - Riflessioni su società, diritto, economia», 23 giugno. Il lavoro ha fatto seguito al convegno «Il modello italiano di intermediazione finanziaria», Firenze, 28 Novembre 2014;
- LAWSON T., 1980, *Adaptive expectations and uncertainty*, articolo in «The Review of Economic Studies», Vol. 47, n. 2, pp. 305 - 320;
- LEGGIO V., 2015, *Italian crisis management procedures in the banking sector*, in AA.VV., Siclari D., a cura di, *Italian Banking and Financial Law*, Vol. IV, Crisis Management Procedures, Sanctions, Alternative Dispute Resolution, Systems and Tax Rules, Palgrave Macmillan, pp. 4 - 60;

- LEIPOLD A., 2011, *Thinking the Unthinkable - Lessons from past sovereign debts restructuring*, in «Lisbon Council e-brief», n. 11/2011;
- LENER G., 1996, *La nuova disciplina delle clausole vessatorie nei contratti dei consumatori*, articolo contenuto ne «Il Foro Italiano», Vol. 119, n. 4, pp. 145 - 146;
- LLEWELLYN D.T., 2008, *The Northern Rock crisis: a multi-dimensional problem waiting to happen. Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 16, n. 1, pp. 35 - 58;
- LOPS V., 2016, *Parte su sei banche l'indagine conoscitiva della Bce sugli Npl*, «Il sole 24 Ore», n. 19 Gennaio, p. 3;
- LUCCHETTI R. et PAPI L. et ZAZZARO A., 2001, *Efficienza del sistema bancario e crescita economica nelle regioni italiane*, capitolo contenuto in Alessandrini P., a cura di, *Il sistema finanziario italiano tra globalizzazione e localismo*, il Mulino, Bologna, pp. 115 - 146;
- LUPO N. et MANZELLA A., a cura di, 2014, *Il sistema parlamentare euro-nazionale*, Giappichelli, Torino;
- MACCHIA M., 2016, *Modelli di coordinamento della vigilanza bancaria*, in «Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico», IRPA, n. 2/2016;
- MACCHIATI A. et MAGNONI A., 2000, *Quale governance per le autorità indipendenti?: un'analisi economica delle leggi istitutive*, CONSOB, Quaderni di Finanza, n. 41, Settembre 2000;
- MAGLIARI A., 2015, *I procedimenti amministrativi di vigilanza bancaria nel quadro del Single Supervisory Mechanism. Il caso dell'applicazione dei diritti nazionali da parte della BCE*, articolo apparso su «Rivista di Diritto Bancario», n. 11/2015;

- MAGLIO R., 2016, *(Not so) bad bank: i primi venti anni della S.G.A. del Banco di Napoli*, articolo apparso su «Paradox», n. 3/2016;
- MAINES L. A. et MCDANIEL L. S., 2000, *Effects of comprehensive-income characteristics on nonprofessional investors' judgments: The role of financial-statement presentation format*, in «The Accounting Review», Vol. 75, n. 2, pp. 179 - 207;
- MAJONE G. et LA SPINA A., 2000, *Lo Stato Regolatore*, Il Mulino, Bologna;
- MANCINI M., 2013, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, in «Quaderni di ricerca giuridica della Consulenza Legale», n. 73, Banca d'Italia;
- Id., 2016, *La Banking Union: il riparto delle funzioni di regolazione e di vigilanza*, in «Regole e Mercato - Atti del Convegno Conclusivo del Progetto PRIN 2010-2011, Siena, 7-9 aprile 2016»;
- MANDURINO K., 2017, *Banche Venete: salvataggio senza «bail-in»*, articolo apparso su «Il Sole 24 Ore», n. 14 Giugno;
- MARCHETTI P., 1996, *La legge speciale sul Banco di Napoli*, articolo apparso su «Rivista delle Società», n.1/1996, pp. 1334 e ss.;
- MASERA R., 2011, *Taking the moral hazard out of banking: the next fundamental step in financial reform*, articolo pubblicato in «PSL Quarterly Review», Vol. 64, n. 257, pp. 105 - 142;
- MATTIOLI R., 1962, *I problemi attuali del credito*, articolo apparso su «Mondo economico», n. 2, Gennaio 1962;ù
- MATURO A. et VENTRE A.G.S., 2008, *Models for Consensus in Multiperson Decision Making*, North America Association for Fuzzy Information Processing and Systems, 2008 Procedure, New York;

- MAZZEO R., 2016, *BRRD Art. 49 «Derivati» - Censimento dei derivati fra le passività assoggettabili al bail-in*, Studio SRM, Discussion Paper n. 8;
- MAZZOLI M., 2016, *Alcune considerazioni economiche e di governance sulla recente riforma delle BCC*, articolo pubblicato su «Economia e Diritto del Terziario», n. 3 del 2016, pp. 467 - 480;
- MESSINEO D., 2016, *Il provvedimento «salva-banche»: il trattamento di azionisti e creditori nella nuova disciplina delle crisi bancarie*, articolo apparso su «Quaderni Costituzionali», n. 1/2016, pp. 102 - 105;
- MESSORI M., 2017, *Il macigno nei bilanci delle banche*, articolo pubblicato su «La Repubblica», n. 21 Aprile;
- MEYEROWITZ S.A., 2011, *Too Big to Fail*, articolo apparso su «Banking Law Journal», Volume 128, n. 4, pp. 289 e ss.;
- MICOSSI S. et BRUZZONE G. et CASSELLA M., 2014, *Bail-in Provisions in State Aid and Resolution Procedures: Are they consistent with systemic stability?*, Centre for European Policy Studies, Policy Brief, n. 318, 28 Maggio;
- MINK M. et DE HAAN J., 2013, *Contagion during the Greek sovereign debt crisis*, articolo apparso su «Journal of International Money and Finance», Vol. 34, pp. 102 - 113;
- MISHKIN F.S., 2005, *How big a problem is too big to fail?*, National Bureau of Economic Research, Working Paper n. 11814;
- MIŠKOVÁ M. et ORSZÁGHOVÁ L., 2015, *MREL: Gone Concern Loss Absorbing Capacity*, Narodna Banka Slovenska, Biatec, n.3, anno 23, pp. 18-25;
- MOLONEY N., 2010, *How to Protect Investors - Lessons from the EC and the UK*, Cambridge University Press, Cambridge;

- MORLINO S., 2015, *La product governance nel nuovo regime MiFID 2*, articolo pubblicato su «Diritto Bancario», 16 Aprile;
- MOSCHELLA M., 2013, *Governare la Finanza Globale. Istituzioni, Processi Decisionali e Politiche Pubbliche*, Il Mulino, Bologna;
- MUZZIOLI G., 1983, *Banche e agricoltura - Il credito all'agricoltura italiana dal 1861 al 1940*, Il Mulino, Bologna;
- NAPOLITANO G., 2008, *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali*, articolo apparso su «Giornale di Diritto Amministrativo», n. 11, pp. 1083-1094;
- Id., 2012, *La crisi del debito sovrano e il rafforzamento della governance economica europea*, in Id., a cura di, *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, il Mulino, Bologna;
- NERLOVE M., 1958, *Adaptive Expectations and Cobweb Phenomena*, articolo pubblicato su «Quarterly Journal of Economics», Vol. 72, n. 2, pp. 227 - 240;
- NIGRO A., 1994, *L'autorizzazione all'attività bancaria nel TU delle leggi in materia bancaria e creditizia*, articolo apparso su «Diritto della banca e del mercato finanziario», n. 1/1996;
- NOUY D., 2016, *Speech by Danièle Nouy, Chair of the Supervisory Board of the ECB, at Università Sapienza di Roma*, Keynotes, Banca Centrale Europea;
- OECHSSLER J. et ROIDER A. et SCHMITZ P.W., 2009, *Cognitive abilities and behavioral biases*, in «Journal of Economic Behavior and Organization», Vol. 72, n. 1, pp. 147-152;
- OLIVERIO A., 2012, *Dall'Imitazione alla Cooperazione: la ricerca sociale e le sue sfide*, Bollati Boringhieri, Torino;

- ONIANS R.B., 1951, *The Origins of European Thought*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 343 - 349;
- PAGANI E., 2016, *La riforma del credito cooperativo in prospettiva comparata*, articolo contenuto in «Banca Impresa Società», Vol. 35, n. 2, pp. 203 - 236;
- PAMPURINI F. et BANFI A., 2016, *L'impatto delle nuove regole di risoluzione della crisi sugli strumenti sottoposti al bail in: una verifica*, articolo pubblicato su «Osservatorio Monetario», n. 2/2016, pp. 26 - 37;
- PASTOR M.G.C. et DAMJANOVIC M.T., 2001, *The Russian financial crisis and its consequences for Central Asia*, Fondo Monetario Internazionale, Working Paper n. 2001/169;
- PAULY M.V., 1968, *The economics of moral hazard: comment*, articolo apparso su «The American Economic Review», Vol. 58, n. 3, pp. 531-537;
- PELLEGRINI M., 1993, *Autorizzazione all'attività bancaria e apertura di sportelli*, articolo apparso su «Mondo bancario», n. 3/1993;
- PERRINO M., 2005, *Le cessioni in blocco nella liquidazione coatta bancaria*, Giappichelli, Torino;
- PIRAS M., 2017, *Mps: ecco cosa succederà ad azioni e obbligazioni con il burden sharing stile Padoan*, articolo apparso su «Formiche», 8 Gennaio;
- PISANESCHI A., 2014, *Banca Centrale Europea, vigilanza bancaria e sovranità degli Stati*, articolo apparso su «federalismi.it»;
- PISANI-FERRY J. et SAPIR A. et VÉRON N. et WOLFF G.B., 2012, *What kind of European banking union?*, Bruegel Policy Contribution, n. 12/2012;
- PONZEN R., 2009, *Too big to save? How to fix the U.S. Financial System*, John Wiley & Sons, Hoboken, New Jersey;

- POPOV A. et VAN HOREN N., 2015, *Exporting sovereign stress: Evidence from syndicated bank lending during the euro area sovereign debt crisis*, articolo apparso su «Review of Finance», Vol. 19, n. 5, pp. 1825 - 1866;
- POPPER K.R., 1934, *Logik der Forschung*, Mohr Siebeck, Heidelberg, Germania, tradotto in Italiano come *Logica della Scoperta Scientifica*, Einaudi, Torino, 1970;
- Id., 1945, *The Open Society and its Enemies*, tradotto come *La società aperta e i suoi nemici*, Armando, Roma, 1974;
- Id., 1963, *Conjectures and Refutations*, traduzione italiana come *Congetture e Confutazioni*, Il Mulino, Bologna, 1972;
- PORZIO M., a cura di, 1981, *La Legge Bancaria - Note e appunti sulla sua «storia segreta»*, Il Mulino, Bologna;
- POSTLEWAITE A. et VIVES X., 1987, *Bank runs as an equilibrium phenomenon*, pubblicato in «Journal of Political Economy», Vol. 95, n. 3, pp. 485 - 491;
- PRASAD E. et ROGOFF K. et WEI S.J. et KOSE M.A., 2005, *Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence*, capitolo contenuto in Tseng W. et Cowen D., a cura di, *India's and China's Recent Experience with Reform and Growth*, Palgrave Macmillan, Londra, pp. 201-228;
- PRESTI G.M.G., 1994, *Dalle casse rurali ed artigiane alle banche di credito cooperativo*, articolo apparso su «Banca, Borsa e Titoli di Credito», Anno 20, fascicolo 1, pp. 167 - 199;
- RADELET S. et SACHS J., 1999, *What have we learned, so far, from the Asian financial crisis?*, Harvard Institute for International Development, paper

- conclusivo del progetto «Next Steps in the Asian Financial Crisis», finanziato dalla U.S. Agency for International Development;
- RANDELL C., 2012, *The great British banking experiment: will the restructuring of UK banking show us how to resolve G-SIFIs?*, articolo apparso su «Law and Financial Markets Review», Vol. 6, n. 1, pp. 39 - 51;
 - REGULATORY POLICY COMMITTEE, 2014, *The EU Bank Recovery and Resolution Directive (BRRD) Impact Assessment*, Londra, 14 Settembre;
 - REINHART C.M. et ROGOFF K.S., 2011, *From financial crash to debt crisis*, articolo apparso su «The American Economic Review», n.5/101, pp. 1676-1706;
 - RICCIARDI R., 2017, *Garanzie, imposte differite, rimborsi: il salva banche in soccorso del credito*, articolo apparso su «La Repubblica», n. 14 Febbraio;
 - RIMINI E. et PICCIAU C., 2016, *The new banking crisis resolution mechanism introduced in Italy implementing bail-in measures: issue of constitutionality*, Constitutional Values in Contemporary Legal Space, Raccolta di saggi in occasione della VI Conferenza Scientifica Internazionale della Facoltà di Legge dell'Università della Lettonia, Vol. I, pp. 335 - 355;
 - RISPOLI M., 2009, *Sono arrivati i «Tremonti Bond»*, articolo apparso su «Innovazione e Diritto», n. 3, pp. 1-8;
 - ROCHET J. C. et VIVES X., 2004, *Coordination failures and the lender of last resort: was Bagehot right after all?*, articolo apparso su «Journal of the European Economic Association», Vol. 2, n. 6, pp. 1116 - 1147;
 - ROSEN H. et GAYER T., 2014, *Public Finance*, Quarta Edizione, McGraw-Hill Higher Education, New York, edito in Italia con ulteriori approfondimenti come Rapallini C., a cura di, *Scienza delle Finanze*;

- ROSSI S., 2016, *Intervento di Chiusura del Direttore Generale Banca d'Italia e Presidente IVASS*, Atti del Convegno «La tutela del risparmio nell'Unione Bancaria», Roma, 5 Maggio;
- Id., 2016, *L'Unione Bancaria all'interno del processo di integrazione europea*, Intervento del Direttore Generale di Banca d'Italia, CUOA Business School, Altavilla Vicentina, 7 aprile 2016;
- ROUBINI N., 2000, *Bail-In, Burden-Sharing, Private Sector Involvement (PSI) in Crisis Resolution and Constructive Engagement of the Private Sector, A Primer: Evolving Definitions, Doctrine, Practice and Case Law*, National Bureau of Economic Research, Working Paper, Settembre;
- SANASI D'ARPE V., 2008, *La vigilanza nella crisi e nel risanamento dei gruppi bancari*, Napoli, pp.15-16;
- SANGIOVANNI V., 2008, *Informazioni e comunicazioni pubblicitarie nella nuova disciplina dell'intermediazione finanziaria dopo l'attuazione della direttiva MIFID*, in «Giurisprudenza italiana», n. 3/2008, pp. 785 e ss.;
- Id., 2010 *L'adeguatezza degli investimenti prima e dopo la Mifid*, articolo contenuto in «Corriere Giuridico», n. 10/2010, pp. 1389 - 1394;
- SANTISO C., 2001, *World Bank and good governance: good governance and aid effectiveness: the World Bank and conditionality*, articolo apparso su «Georgetown Public Policy Review», Vol. 7, pp. 1 - 137;
- SANTONI G., 2016, *La disciplina del bail-in, lo stato di dissesto e la dichiarazione dello stato di insolvenza*, articolo apparso su «Analisi Giuridica dell'Economia», Fascicolo 2, Dicembre 2006, pp. 517 - 525;
- SANTORO V., 1984, *Profili funzionali e operativi delle Casse Rurali e Artigiane*, Quaderni di «Banca, Borsa e Titoli di Credito», Anno I, Giuffrè, Milano;

- Id., 2015, *Crisi bancarie, ruolo dell'informazione e protezione del cliente*, capitolo contenuto nel Tomo I di Santoro V. et All., a cura di, *Regole e Mercato*, elaborato nell'ambito del Progetto PRIN 2010-2011, PRIN 20107A8N8C, ora edito da Giappichelli, Torino;
- SAUNDERS A. et MILLON CORNETT M., edizione italiana a cura di Anolli M. et Alemanni B., 2011, *Economia degli intermediari finanziari*, Terza Edizione, Mc Graw Hill, New York;
- SCHOENMAKER D., 2011, *The Financial Trilemma*, articolo apparso su «Economics Letters», n. 1/111, pp. 57-59;
- Id., 2015, *Firmer Foundations for a stronger European Banking Union*, Bruegel Working Paper, n. 13/2015;
- Id., 2016, *The impact of the legal and operational structures of euro-area banks on their resolvability*, Bruegel Institute, Policy Contribution Issue, n. 23;
- SCIASCIA G., 2015, *Il Terzo Pilastro dell'Unione Bancaria: lo Schema Europeo di Assicurazione dei Depositi*, in «Commenti», IRPA;
- Id., 2015, *Unione Bancaria - La revisione quasi giurisdizionale delle decisioni in materia di supervisione e risoluzione*, articolo apparso su «Banca Impresa Società», n. 3/2015;
- SENSINI M., 2017, *Banche venete, escluso il bail in - I risparmiatori verranno tutelati*, «Corriere della Sera», 25 Maggio;
- SERAFINI L., 2017, *Banche - Piano italiano per cambiare il «bail-in»*, articolo pubblicato su «Il Sole 24 Ore», n. 19 Aprile;

- SETTI F., 1937, *La tutela del risparmio e la disciplina della funzione creditizia nella legislazione straniera*, saggio apparso su «Rivista Bancaria», nn. 1,2 e 3;
- SGROI M., 2016, *Così le famiglie italiane si sono imbottite di bond bancari*, articolo apparso nella rubrica «Tasche Vostre» de «Il Sole 24 Ore», n. 2 Novembre;
- SHEFRIN H., 2000, *Beyond fear and greed: Understanding behavioral finance and the psychology of investing*, HBS, Boston;
- SHIN H.S., 2009 *Reflections on Northern Rock: the bank run that heralded the global financial crisis*, articolo apparso su «The Journal of Economic Perspectives», Vol. 23, n. 1, pp. 101-119;
- SHULL B., 2010, *Too big to fail in financial crisis: motives, countermeasures, and prospects*, Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper n. 601;
- SIMON H.A., 1947, *Administrative behavior; a study of decision-making processes in administrative organization*, Macmillan Co., New York;
- Id., 1950, *Public Administration*, Knopf, New York;
- Id., 1957, *Models of man: social and rational; mathematical essays on rational human behavior in society setting*, Wiley, New York;
- Id., 1982, *Models of bounded rationality*, Cambridge, Massachusetts, MIT Press;
- SKEEL D.A. Jr., 2014, *Single point of entry and the bankruptcy alternative*, capitolo contenuto in Baily M.N. et Taylor J.B., *Across the Great Divide: New Perspectives on the Financial Crisis*, pubblicazione congiunta Brookings

- Institution e Hoover Institution, Hoover Press, Stanford, California, pp. 311 e ss.;
- SORKIN A.R., 2010, *Too big to fail: the inside story of how Wall Street and Washington fought to save the financial system and themselves*, Penguin, Londra;
 - STANGHELLINI L., 2014, *La disciplina delle crisi bancarie: la prospettiva europea*, in atti del convegno «Dal Testo Unico Bancario all'Unione Bancaria: tecniche normative e allocazione di poteri», Roma, 16 Settembre 2013, Banca d'Italia, «Quaderni di ricerca giuridica», n. 75, pp. 148-176;
 - Id., 2016, *Risoluzione, bail-in e liquidazione coatta: il processo decisionale*, articolo apparso su «Analisi Giuridica dell'Economia», Fascicolo 2/2016, pp. 567 - 579;
 - STERN G.H. et FELDMAN R.J., 2004, *Too big to fail: The hazards of bank bailouts*, Brookings Institution Press, Washington;
 - STOCK J.H. et Watson M.W., 2011, *Introduction to econometrics*, Terza Edizione, Pearson Higher Education, Londra, UK;
 - STONE R.W., 2008, *The scope of IMF conditionality*, pubblicato su «International Organization», Vol. 62, n. 4, pp. 589 - 620;
 - STUHLIK A., 2016, *European Deposit Insurance Scheme - Completing the Banking Union*, Briefing, Servizio Studi del Parlamento Europeo;
 - SUMMERS P.M., 2005, *What caused the Great Moderation? Some cross-country evidence*, articolo pubblicato su «Economic Review», Federal Reserve Bank of Kansas City, Vol. 90, n.3; pp. 5 - 32;
 - TALEB N.N., 2007, *The Black Swan*, Random House, New York;

- TORCHIA L., *I poteri di regolazione e di controllo delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari nella nuova disciplina europea*, Atti del Convegno per i sessanta anni della Rivista delle società su «Regole del mercato e mercato delle regole: Il diritto societario e il ruolo del legislatore», Venezia, 13-14 novembre 2015;
- TORRENTE A. et SCHLESINGER P., 2015, *Manuale di Diritto Privato*, Giuffrè, Milano;
- TÓTH J., 2015, *The Financial Background of the European Deposit Guarantee Schemes and the Resolution Mechanism*, Munich Personal RePEc Archive, Paper N. 64794, 9 Giugno;
- Id., 2016, *The Banking Resolution Funds In The European Union*, articolo apparso su «European Scientific Journal», Anno 12, n. 4, pp. 32 - 41;
- TVERSKY A. et KAHNEMAN D., 1973, *Availability: a heuristic for judging frequency and probability*, articolo pubblicato in «Cognitive Psychology», Vol. 2, n. 5, pp. 207 - 232;
- Idd., 1979, *Prospect Theory: an analysis of decision under risk*, in «Econometrica», Vol. 2, n. 47, pp. 263 - 291;
- Idd., 1981, *The framing of decision and the psychology of choice*, in «Science», Vol. 211, n. 4481, 30 gennaio 1981, pp. 453 - 458;
- UEDA K. et WEDER DI MAURO B., 2012, *Quantifying the Value of the Subsidy for Systemically Important Financial Institutions*, IMF Working Paper n. 128/2012;
- UNMACK N., 2016, *Italy's Monte dei Paschi bail-in is a bailout*, Agenzia Reuters, 23 Dicembre;

- URBANI A., *La «Trasparenza» nello svolgimento dell'attività*, capitolo contenuto in Capriglione F., a cura di, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, Cedam, Padova, pp. 505 - 519;
- VALENTE P., 2015, *Manuale del transfer pricing*, IPSOA, Assago;
- VAN ROMPUY H. et BARROSO J.M. et DRAGHI M., JUNCKER J.C., 2012, *Towards a genuine Economic and Monetary Union*, EUCO 120/12, Bruxelles;
- VÉRON N., 2012, *Europe's Single Supervisory Mechanism and the long journey towards banking union*, Bruegel Institute, Working Paper n. 16/2012, Bruxelles;
- VISCO I., 2016, *Audizione del Governatore della Banca d'Italia*, in «Indagine conoscitiva sulle condizioni del sistema bancario e finanziario italiano e la tutela del risparmio, anche con riferimento alla vigilanza, la risoluzione delle crisi e la garanzia dei depositi europee», 6^a Commissione Finanze e Tesoro, Senato della Repubblica, Roma, 19 Aprile;
- VISCO COMANDINI V., 2010, *L'Analisi Economica delle Autorità Indipendenti*, capitolo contenuto in D'Alberti M. et Pajno A., a cura di, *Arbitri dei Mercati*, Il Mulino, Bologna, pp. 27 - 60;
- WATSON J.B., 1913, *Psychology as a behaviorist view*, in «Psychological Review», Vol. 2, n. 20, pp. 158-177;
- WEBER M., 1904, *Die protestantische Ethik und der Geist des Kapitalismus*, tradotto come *L'etica protestante e lo spirito del capitalismo*, Sansoni, Firenze, 1965;
- WEBER R.F., 2012, *Structural Regulation as Antidote to Complexity Capture*, in «American Business Law Journal», n. 49/2012, pp. 643 e ss;

- WILMARTH Jr. A.E., 1991, *Too Big to Fail, Too Few to Serve: The Potential Risks of Nationwide Banks*, articolo apparso su «Iowa Law Review», Anno 77, n. 957;
- Id., 2010, *Reforming Financial Regulation to Address the Too-Big-To-Fail Problem*, articolo apparso su «Brooklyn Journal of International Law», Anno 35, n. 707;
- WOJCIK K.P., 2016, *Bail-in in the Banking Union*, articolo apparso su «Common Market Law Review», n. 53, Anno 2016, pp. 91 - 138, in particolare p. 120;
- WOLFF G.B., 2016, *Getting eurozone deposit insurance right promises benefits*, Bruegel Institute, 5 Gennaio;
- WOOLDRIDGE J.M., 2015, *Introductory econometrics: A modern approach*, Quinta Edizione, South-West Cengage Learning, Mason, Ohio;
- WYMEERSCH E., 2014, *The Single Supervisory Mechanism or SSM: part one of the Banking Union*, Banca nazionale del Belgio, Working Paper n. 255, Bruxelles;
- ZAVVOS G.S. et KALTSOUNI S., 2015, *The Single Resolution Mechanism in the European Banking Union: Legal Foundation, Governance Structure and Financing*, capitolo in Matthias Haentjens et Bob Wessels, a cura di, *Research Handbook on Crisis Management in the Banking Sector*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham, UK;
- ZINGALES L., 2008, *Causes and Effects of Lehman Brothers*, testimonianza resa al «Committee on Oversight and Government Reform», House of Representatives, 6 Ottobre.



DOMARE IL MAREMOTO

IL BAIL-IN NEL QUADRO DELLA RECENTE NORMATIVA BANCARIA
EUROPEA E NAZIONALE: PROSPETTIVE STORICHE, ANALISI
EMPIRICA E PROFILI DI CRITICITÀ

RELATORE: PROF. ANTONIO LA SPINA

CORRELATORE: PROF. PAOLO GARONNA

CANDIDATO: SAMUELE CROSETTI

DOCUMENTO DI SINTESI

A. Quadro Generale

La tesi in oggetto si fonda sul seguente quesito di ricerca: Il salvataggio interno (o *bail-in*) risponde in maniera efficace agli obiettivi per cui è nato? Nell'intento di offrire una risposta a tale interrogativo, l'analisi si è concentrata soprattutto su due profili: l'interazione della disciplina di risoluzione con altre previsioni riguardanti l'ordinamento finanziario e creditizio, le reazioni degli operatori alla struttura di incentivi e disincentivi posta dalle nuove regole.

Ai fini di entrambe le operazioni è stato necessario provvedere ad una ricostruzione delle tappe storiche che hanno preceduto e motivato la recente normativa bancaria, soprattutto per quei Paesi che hanno scelto di aderire all'erigenda Unione Bancaria. Il dato giuridico puro inoltre, sia a livello europeo che a livello nazionale, ha costituito una parte rilevante di questo lavoro, dal momento che era necessario confrontare il dato empirico, con le procedure e gli obiettivi delineati dagli organi politici. Se ci fermassimo tuttavia al solo dato storico o a quello giuridico, questa tesi aggiungerebbe poco alla già copiosa letteratura esistente sul tema, per avere un'idea della quale è sufficiente passare velocemente in rassegna la bibliografia allegata. Il tema nella sua bruciante attualità ha infatti istigato l'interesse di molti, ciascuno secondo l'approccio della propria disciplina. La nostra prospettiva in particolare è quella della *policy analysis*; per questo motivo in questa sintesi ci soffermeremo soprattutto sui contributi più originali e innovativi della nostra ricerca, mentre saremo più brevi nel passare in rassegna tanto i profili di politica economica, quanto il quadro normativo, sebbene questi due versanti non siano certo stati sacrificati nella stesura dell'opera. Un'analisi sull'efficacia dello strumento del *bail-in* non può infatti prescindere, nella misura in cui si tratta di controllare se gli obiettivi fissati dal *policy maker* possano effettivamente essere conseguiti, dal considerare il contesto di crisi (*rectius*: delle crisi) che ha indotto l'accademia prima e immediatamente dopo la politica a ritenere che il dissesto bancario fosse bisognevole di un trattamento differente rispetto al passato. Per questo motivo la nostra tesi presenta una struttura ad imbuto, che trae le mosse dal generale, per restringere via via il campo visivo e mettere a fuoco uno strumento soltanto, ma soprattutto l'impatto della sua introduzione sulle attività finanziarie.

Questa struttura è a ben vedere motivata anche da un'altra esigenza. Per quanto attiene agli argomenti in questione, una singola previsione - nel nostro caso quella del salvataggio interno - se considerata isolatamente, potrebbe non lasciare intravedere immediatamente la *ratio* che la anima; al contrario potrebbe apparire ad una lettura sbrigativa tutto sommato insensata e priva di fondamento. Nondimeno qualsiasi norma in tema di vigilanza, risoluzione delle crisi o garanzia dei depositi, deve essere ascritta ad un complesso organico, dove ogni parte acquista la propria piena ragion d'essere soltanto in un rapporto di interrelazione con tutte le altre. Così abbiamo scelto di trattare per sommi capi nel primo capitolo il Sistema Unico di Vigilanza e lo Schema Europeo di Assicurazione dei Depositi, che insieme alla politica di risoluzione comune (e al *SRM* almeno per quei Paesi che hanno scelto di aderirvi), nella cui disciplina è ricompreso anche il *bail-in*, costituiscono parte di una strategia unitaria, elaborata a suo tempo dalle principali istituzioni dell'Unione Europea (Cfr. Van Rompuy H. et Barroso J.M. et Draghi M., Juncker J.C., 2012, *Towards a genuine Economic and Monetary Union*, EUCO 120/12, Bruxelles).

Il secondo capitolo è invece dedicato alla normativa di risoluzione, che viene affrontata lungo tre direttrici: quella dell'armonizzazione importata dalla *Bank Resolution and Recovery Directive*, quella dell'attuazione di tale direttiva nel diritto interno attraverso i Decreti Legislativi 180 e 181 del 2015 e infine quella del Regolamento Istitutivo del Meccanismo Unico di Risoluzione. Onde non ricadere in una pedissequa ripetizione dei medesimi istituti, spesso previsti in maniera quasi identica nelle disposizioni dei documenti citati sopra, ad una ricostruzione per fonti se ne è prediletta una per temi, laddove caso per caso è stata nostra cura segnalare eventuali diverse sensibilità fra i testi normativi in esame.

Questo secondo capitolo non adotta tuttavia soltanto una lente giuridica, ma per quanto concerne soprattutto il tema dei meccanismi di finanziamento del Fondo Unico di Risoluzione, fa ampio ricorso a strumenti quantitativi, quali l'analisi di regressione, l'analisi tabulare e l'analisi grafica.

Il terzo capitolo è infine quello che riguarda lo strumento del salvataggio interno, sebbene anche qui, in virtù della sua formulazione e delle reazioni degli operatori economici, gli effetti attesi sono stati stimati tenendo in debito conto le altre misure della procedura di risoluzione, ma soprattutto le caratteristiche dell'ordinamento creditizio e finanziario, fra le quali ampio un posto di primo

piano occupano gli obblighi di trasparenza e le regole di condotta degli intermediari nella prestazione di servizi di investimento. Nella seconda parte del capitolo, laddove si discute circa il ruolo degli operatori e l'effettiva comprensione da parte di questi della struttura di incentivi e disincentivi, la trattazione procede soprattutto attraverso variabili economiche.

B. Indice Commentato

I. I DUE PILASTRI DEL MECCANISMO UNICO DI VIGILANZA E DELLO SCHEMA EUROPEA DI ASSICURAZIONE DEI DEPOSITI: UNO SGUARDO DI INSIEME

Il primo capitolo si divide a propria volta in due parti distinte, riguardanti come è intuibile una il *Single Supervisory Mechanism* e l'altra lo *European Deposit Insurance Scheme*

I.1. INTORNO AL SISTEMA UNICO DI VIGILANZA

I.1.a. Dal SEVIF al Single Supervisory Mechanism: la natura accidentale delle attribuzioni della BCE

Questo primo paragrafo ripercorre le tappe principali che hanno condotto alla formazione del Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria prima e del Meccanismo Unico di Vigilanza poi. In particolare due sono i temi posti in evidenza. Da un lato si è discusso di come le differenze fra le impostazioni del SEVIF e del SSM, rispettivamente orientati l'uno alla regolazione l'altro ai poteri di vigilanza, possano in ultima istanza essere ricondotte ai distinti momenti di crisi (mutui *subprime* e debiti sovrani), che ne hanno motivato l'adozione; dall'altro si mostra invece come le attribuzioni della BCE all'interno del SSM più che ad un disegno unitario abbiano risposto eminentemente a fattori di *path dependency*.

I.1.b. La BCE nell'architettura del *Single Supervisory Mechanism*

Sono stati indagati i compiti della Banca Centrale Europea all'interno del SSM, con particolare riferimento ai criteri soggettivi e oggettivi per il riparto delle funzioni di vigilanza con le autorità nazionali.

I.1.c. L'EBA e il difficile compromesso fra vigilanza e regolazione

Tradizionalmente la vigilanza prudenziale si ripartiva in regolamentare, informativa e ispettiva; nell'ambito del SSM si è verificata tuttavia un'inedita separazione, dal momento che la parte maggiore delle competenze regolative - salvo elementi meramente procedurali - spetta all'Autorità Bancaria Europea, la quale inoltre è posta a chiusura del sistema, come organismo investito di funzioni di mediazione fra le autorità coinvolte. Si argomenta che tale assetto deriva dall'esercizio in concreto di competenze regolative da parte dell'EBA all'interno del SEVIF, in tempi anteriori alla creazione del SSM. Sono stati infine analizzati i profili problematici delle aree di confine fra i riparti competenziali dell'EBA e della BCE.

I.1.d. Il ciclo di vigilanza all'interno del SSM

Nell'ambito delle proprie competenze circa l'elaborazione della «metodologia», la BCE ha adottato la *Guida di Vigilanza*, in cui è riproposto il modello di analisi del ciclo di policy sotto forma di *Ciclo della Vigilanza*. Si discute dei punti di incontro e delle differenze rispetto al paradigma teorico di riferimento.

I.2. DAI DGS ALL'EDIS: LAVORI IN CORSO

I.2.a I DGS nella Direttiva 2014/49/UE

In questa parte si descrive l'attuale assetto della disciplina in materia di schemi di tutela dei depositi, per come prevista dalla normativa di armonizzazione, che dovrebbe preconstituire fra i Paesi aderenti il terreno necessario all'edificazione del terzo pilastro dell'Unione Bancaria.

I.2.b. L'EDIS: un piatto indigesto in Germania

A conclusione del primo capitolo è stato illustrato il progetto dello *European Deposit Insurance Scheme*, nelle tre fasi previste della ri-assicurazione, della co-assicurazione e della piena mutualizzazione. Ci si è concentrati soprattutto sugli aspetti inerenti al finanziamento di tale meccanismo. L'ultima parte del paragrafo ricostruisce le vicende occorse all'interno delle riunioni dell'ECOFIN in cui si è discusso dell'EDIS e ha tentato di porre in luce le ragioni del reiterato diniego da parte della Germania, raffrontando le posizioni negoziali con i dati sul sistema bancario tedesco del Fondo Monetario Internazionale (Cfr. AA.VV., 2016, *Germany - Financial Sector Assessment Program: Stress Testing the Banking and Insurance Sectors - Technical Note*, Fondo Monetario Internazionale, Country Report n. 191/2016, Washington).

II. L'HABITAT NORMATIVO DEL BAIL-IN

Il secondo capitolo si divide nelle due parti riguardanti l'una la disciplina di armonizzazione e l'altra quella inerente al Secondo Pilastro dell'Unione Bancaria.

II.1. INTORNO ALLA BRRD

La *Bank Resolution and Recovery Directive* è l'atto con cui è stata introdotta la nuova disciplina della gestione delle crisi bancarie. Ne sono stati ripercorsi gli elementi caratterizzanti e gli istituti principali.

II.1.a. Il Contesto della BRRD: orchestre, formiche e comparse

Attraverso il ricorso alle metafore indicate nel titolo si è spiegato perché è stato necessario pervenire ad un'armonizzazione più profonda nelle regole di risoluzione, quale sia l'importanza attribuita dalla direttiva in parola al versante preventivo e come sia cambiato il ruolo dello Stato nel dissesto di una banca.

II.1.b. Il versante preventivo

In questo paragrafo viene descritta la novità della prevenzione delle crisi, secondo i suoi istituti tipici, per i quali sono stati descritti i contenuti e le procedure, ma soprattutto ne è stato vagliato il potenziale ruolo nello scongiurare il dissesto bancario. A ciascuno di questi è stato dedicato un sottoparagrafo apposito, secondo quanto è di seguito elencato.

II.1.b.1. Piani di risanamento;

II.1.b.2. Piani di risoluzione,

II.1.b.3. Gli accordi di sostegno finanziario infragruppo.

II.1.c. L'intervento precoce

L'intervento precoce è finalizzato a «porre rimedio al deterioramento della situazione finanziaria ed economica di un ente prima che questo giunga a un punto tale per cui non vi siano alternative alla risoluzione» (Considerando n. 40 Direttiva BRRD). Ne sono stati descritti i presupposti e gli strumenti, soprattutto in ottica di confronto con i poteri di intervento tradizionalmente attribuiti alle autorità di vigilanza.

II.1.d. La Risoluzione

Qui sono stati indagati gli aspetti caratterizzanti della procedura di risoluzione, all'interno della quale è ricompreso anche il salvataggio interno, come misura alla quale l'autorità di risoluzione può fare ricorso. I profili presi in considerazione sono quelli dei sottoparagrafi riportati di seguito.

II.1.d.1. Ragioni, obiettivi e presupposti,

Questo paragrafo a propria volta andrebbe suddiviso in due parti. Da un lato infatti vi sono le ragioni storiche che hanno condotto alla attuale procedura di risoluzione, le quali vanno ascritte al tentativo di sciogliere la difficile aporia fra stabilità finanziaria e azzardo morale; dall'altro se ci riferiamo ad obiettivi e presupposti, abbiamo a che fare con termini dalla precisa valenza giuridica. Gli obiettivi (ai quali partecipa il salvataggio interno) sono quelli elencati all'Art. 31 della Direttiva, recepito dal legislatore nazionale all'Art. 21 del D.Lgs. 180/2015. La procedura cerca infatti, per quanto possibile, di «garantire la continuità delle funzioni essenziali, evitare effetti negativi sulla stabilità finanziaria, ridurre al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico straordinario, tutelare i depositi protetti, i fondi e le attività dei clienti». Quanto ai presupposti, individuati dall'Art. 32 della Direttiva e dall'Art. 17 del Decreto, essi consistono nel dissesto o rischio di dissesto, nell'assenza di alternative di mercato e nell'interesse pubblico alla risoluzione. I primi due sono comuni anche alla liquidazione coatta amministrativa. Il punto qualificante della risoluzione è invece

il terzo requisito, ovvero quello dell'interesse pubblico, al quale si lega una ineliminabile dimensione di discrezionalità dell'autorità di risoluzione, indagata nella parte conclusiva di questo sottoparagrafo.

II.1.d.2. Principi della Risoluzione

Sono stati quindi presi in considerazione gli otto principi che presiedono alla procedura di risoluzione, il più celebre dei quali consiste nel trattamento del creditore non deteriore rispetto alla liquidazione (*o no creditor worse off principle*, spesso indicato nella letteratura sul tema con l'acronimo di NCWO).

II.1.d.3. Gli strumenti della risoluzione

In questo sottoparagrafo sono descritte le misure a disposizione dell'autorità per completare la procedura di risoluzione. Di ciascuna di esse è stato indagato il funzionamento, così come i presupposti e gli effetti attesi. Sono inoltre state contestualizzate all'interno dei precedenti già conosciuti dalla legislazione nazionale. Come è intuibile in questa sede si è soprasseduto dal trattare il salvataggio interno, il quale è oggetto integrale del Capitolo III. Si è tuttavia spiegato in che cosa consistono le classificazioni invalse in letterature fra misure di «*gone concern*» e di «*going concern*». Gli strumenti affrontati in questa parte sono i seguenti:

II.1.d.3.a. La vendita delle attività;

II.1.d.3.b. L'ente ponte;

II.1.d.3.c. La separazione delle attività

II.1.d.4. Osservazioni conclusive sulle misure di risoluzione;

Si tratta di una cerniera utile a tirare le fila del discorso e a introdurre i successivi argomenti. Viene inoltre aggiunto quanto di strettamente necessario sul salvataggio interno va detto in accostamento alle altre misure di risoluzione.

II.1.e. Il sostegno pubblico straordinario

Questo argomento costituisce un paragrafo a sé per due ragioni: da un lato l'intervento pubblico in favore delle banche è stato uno dei temi più controversi che ha preceduto l'adozione delle nuove regole; dall'altro la clausola di chiusura

del sostegno pubblico straordinario è forse il *punctum dolens* del rapporto fra la normativa della BRRD e quella del Regolamento Istitutivo del Meccanismo Unico di Risoluzione, dal momento che espressamente previsto nella prima, non se ne fa diretta menzione nel secondo. Il paragrafo tenta quindi di sciogliere i maggiori dubbi interpretativi sulla questione e si ripartisce nelle due parti seguenti

II.1.e.1. Gli interventi pubblici nella BRRD

Qui sono state descritte le due forme di intervento pubblico previste, ovvero il sostegno al capitale e la proprietà pubblica temporanea

II.1.e.2. L'intervento pubblico straordinario all'interno del Meccanismo Unico di Risoluzione

In questa parte è stata proposta una soluzione ai nodi interpretativi cui si faceva riferimento sopra

II.2. INTORNO AL SRM

La seconda parte del Capitolo II è dedicata al Meccanismo Unico di Risoluzione, quale pilastro dell'Unione Bancaria. La trattazione serve fra le altre cose anche a mostrare in che misura la Banca Centrale Europea sarà chiamata ad applicare le stesse regole delle autorità nazionali.

II.2.a. Il Comitato di Risoluzione Unico

In questa parte sono stati ripercorsi gli elementi qualificanti (composizione, compiti, poteri e metodi decisionali) del Comitato Unico di Risoluzione, vale a dire dell'autorità di risoluzione a livello europeo, il cui ambito di operatività riflette - prova di quanto dicevamo circa l'interdipendenza di ogni elemento - il riparto di significatività delle banche tracciato dal Meccanismo Unico di Vigilanza. In particolare è stata approfondita la diversità nelle due modalità di riunione della sessione plenaria e della sessione esecutiva.

II.2.b. Il Fondo di Risoluzione Unico e il suo finanziamento - riscontri empirici

Il paragrafo conclusivo del secondo capitolo è inerente al Fondo Unico di Risoluzione, attualmente in via di finanziamento nell'ambito del periodo

transitorio. In questa parte si fa ricorso a strumenti quantitativi (analisi di regressione, analisi tabulare e analisi grafica) per monitorare l'andamento delle risorse e la loro entità attesa al termine del periodo di riferimento. Ampiamente documentabile è l'aspettativa di un volume più ampio (circa 60 miliardi) rispetto ai 55 miliardi originariamente ipotizzati dalla Commissione.

III. ANALISI DEL BAIL-IN

In questo capitolo viene descritto lo strumento del *bail-in*, ma soprattutto ne viene indagata l'efficacia alla luce dei dati empirici raccolti. Sono variamente richiamati, ove pertinenti, i concetti già spiegati nei capitoli precedenti

III.1. CHE COS'È IL BAIL-IN E COME FUNZIONA

III.1.a. La (ri)nascita della Fenice

In questo paragrafo viene ricostruita l'evoluzione del dibattito che a partire dagli Anni Novanta del Novecento ha condotto nei tempi recenti all'idea che fosse necessario introdurre il salvataggio interno. Il riferimento alla fenice è dovuto al fatto che in prima battuta si era parlato di *bail-in* con riguardo alle crisi del debito e al parziale sacrificio delle pretese creditorie come forma di superamento di queste. La prima formulazione nel senso a noi familiare del salvataggio interno sarebbe intervenuta poi con l'articolo *From bail-out to bail-in*, pubblicato nel 2010 da Wilson Ervin e Paul Calello su «The Economist», quasi a riportare in vita un'idea che era già parzialmente caduta nelle ceneri dell'oblio e a revitalizzarla in un diverso contesto.

III.1.b. Gli obiettivi del bail-in

Sono stati quindi ricostruiti gli obiettivi del salvataggio interno, al fine di potervi parametrare la successiva analisi. In particolare in quanto misura di risoluzione, esso compartecipa agli obiettivi generali della risoluzione. Accanto a questi tuttavia la *policy community* è solita delinearne degli ulteriori, nella convinzione che questi sarebbero altrimenti difficilmente perseguibili. Si tratta in sostanza vale del disincentivo nei confronti dell'azzardo morale per effetto della disciplina

imposta dai creditori e della possibilità di ricorrere a risorse immediatamente disponibili.

III.1.c. Il funzionamento del salvataggio interno

Si è parlato poi di come concretamente funziona un salvataggio interno. I due profili indagati più a fondo sono l'ordine di aggredibilità e il trattamento delle passività risultanti da titoli derivati.

III.1.d. Le esenzioni

Per una migliore lettura della potenziale estensione del salvataggio interno, ma soprattutto per una più efficace descrizione nei paragrafi successivi delle aspettative degli operatori, sono stati descritti i casi di esenzione di alcune passività. In particolare le esenzioni possono essere qualificate come generali, se *ex lege* le pretese creditorie cui si riferiscono non sono aggredibili, oppure come particolari, se è l'autorità di risoluzione per particolari motivi legati alla tempistica a scegliere di non includere alcuni titoli (entro tuttavia margini abbastanza chiari precostituiti dalla stessa direttiva BRRD).

III.1.e. Ricordarsi di Esopo: il requisito minimo di passività ammissibili

La favola della cicala e della formica è servita come pretesto per discutere del requisito minimo di passività ammissibili, ovvero della quantità di passività ammissibili al salvataggio interno che la banca deve detenere in relazione a ciascuna classe patrimoniale e ad un determinato livello obiettivo. Si è mostrato come si calcola il requisito, attraverso le opportune formule matematiche e si è chiarito che l'ammissibilità al requisito è nozione più stretta di quella di assoggettabilità al salvataggio interno (il fine è quello di mantenere una scorta ampia di titoli «di qualità» cui ricorrere in caso di dissesto).

III.2. CRITICITÀ DI FORMULAZIONE

Si è passati poi ai profili di analisi empirica. Sono stati ovviamente indagati soltanto quegli aspetti che sembravano implicare un più ragguardevole margine di difficoltà. Tali profili sono inoltre stati divisi su un piano meramente logico fra le criticità legate alla formulazione (anche in relazione ad altri obblighi normativi

non strettamente attinenti alla politica di risoluzione), e ai problemi che potrebbero sorgere in fase di concreta implementazione a causa degli operatori.

III.2.a. La sentinella cieca: difficoltà nell'azione di monitoraggio da parte dei creditori

Si è discusso di come l'obiettivo di monitoraggio diffuso da parte dei creditori difficilmente sia perseguibile, per via delle limitate capacità di questi ultimi. Tali considerazioni sono state ampiamente supportate dalle evidenze derivanti dagli studi in materia di finanza comportamentale. Si è argomentato inoltre che anche in condizioni ideali di perfetta informazione e assenza di difetti di razionalità, salvo casi di *panic selling* il potere negoziale del singolo investitore sia troppo basso per influenzare la condotta dell'intermediario.

III.2.b Il futuro braccio destro della MiFID 2 e i suoi rapporti con il requisito minimo di passività ammissibili

In questo paragrafo si è spiegato come la *product governance*, che a decorrere dal 2018 sarà imposta dalla Direttiva MiFID 2, potrà correggere la struttura di incentivi, che nell'attuale assetto combinato del requisito di passività ammissibili e degli obblighi di profilazione della clientela può costituire precondizione a situazioni di conflitto di interesse. Nel testo è stimata un'equazione parametrica che descrive il comportamento dei gestori di portafoglio, in relazione alle aspettative sulle future *performance* della banca e agli effetti di una vendita inadeguata per il cliente servito. Sono inoltre abbondantemente spiegati sia l'assetto attuale sia quello venturo.

III.2.c. Questione di priorità: il difficile coordinamento fra stabilità finanziaria, lotta all'azzardo morale e salvaguardia delle finanze pubbliche

Si è discusso inoltre di come la stabilità finanziaria, il contenimento dell'azzardo morale e la salvaguardia delle finanze pubbliche siano un terzetto di obiettivi difficilmente conciliabili. L'assetto che complessivamente emerge dalla politica di risoluzione, con la stabilità finanziaria - almeno in ottica di breve periodo - in posizione parzialmente sacrificata sembrerebbe giustificabile alle sole due condizioni per cui la fiscalità generale sia fatta assolutamente salva e il *bail-in*

riesca effettivamente a disincentivare comportamenti di azzardo. I due sottoparagrafi seguenti sono volti ad indagare la sussistenza di tali condizioni.

III.2.c.1. Il salvataggio interno fa salva la fiscalità generale?

Nel testo è documentata la tendenza lungo tutti i casi di crisi bancaria recenti ad una perdita in termini di prodotto interno lordo, al netto delle dinamiche spontanee (*output loss*). Per il solo tramite degli stabilizzatori automatici quindi già di per sé si verrebbe a determinare una minore entrata per le finanze pubbliche, il cui saldo sarebbe così deteriorato. Peraltro la mancata sterilizzazione immediata della crisi, può anche in brevi lassi di tempo scatenare effetti prociclici che rendano la perdita di entità tale da rendere quanto meno discutibile il risparmio per i contribuenti.

III.2.c.2. Solo il bail-in è in grado di limitare l'azzardo morale?

In questo passaggio si è fatto presente come, benché il salvataggio interno appaia una buona strada per il contenimento dell'azzardo morale, ad effetti analoghi si possa pervenire anche attraverso altre strade, come imponendo delle precise condizionalità alla largizione di garanzie pubbliche.

III.2.c.3. Restare con i piedi per terra: considerazioni conclusive sugli obiettivi del salvataggio interno

In questo ultimo paragrafo sugli obiettivi del salvataggio interno si raccolgono le indicazioni emerse dal controllo degli obiettivi posti in letteratura con il dato empirico, da cui benefici sperati dall'introduzione del salvataggio interno paiono essere drasticamente ridimensionati. D'altro canto non è stata certo immotivata la scelta di prendere le distanze dal precedente sistema. L'invito formulato è dunque quello di evitare letture assolutizzanti, per accettare invece il fatto che difficilmente si è giunti (e forse mai vi si giungerà) ad una sistemazione definitiva della politica di risoluzione.

III.3. IL RUOLO DEGLI OPERATORI

Quest'ultima parte è dedicata all'impatto della politica di risoluzione in relazione al ruolo degli operatori, la cui reazione ai segnali e alle decisioni dell'autorità di

risoluzione ne può variare la portata. Insieme alle azioni degli agenti economici, sono stati inoltre tenuti in debita considerazione i fattori di contesto in cui essi si sono trovati a formulare le loro valutazioni.

III.3.a. La duplice dimensione della tempistica

La tempistica con riferimento alla procedura di risoluzione rileva sotto i due aspetti del momento opportuno e della durata complessiva. In questo paragrafo è stato mostrato per quali motivi la procedura non deve essere avviata né troppo tardi né troppo presto. In secondo luogo abbiamo argomentato come essa debba occupare uno spazio molto ristretto, anche in confronto con la liquidazione e pur con tutte le difficoltà del caso, in modo tale che le reazioni degli operatori non rischino di vanificarne gli effetti.

III.3.b. La comprensione delle regole da parte degli operatori

La premessa necessaria a qualsiasi forma di disciplina di mercato è che gli operatori abbiano compreso la portata delle regole e che agiscano di conseguenza. Un'analisi delle politiche dal canto suo dovrebbe trovare il modo di misurare questo grado di comprensione. Con riguardo al salvataggio interno, la applicazione della nuova normativa anche alle passività già emesse può offrire una sponda per siffatta misurazione. Se infatti gli investitori (e soprattutto gli investitori *retail*) subiscono un deterioramento del rischio dei propri titoli in portafoglio, dovremmo attenderci per questo siano indotti a scambiarli per ritornare ad un rendimento atteso almeno comparabile a quello di partenza. Questa è in sostanza l'idea di base, la quale tuttavia per essere sottoposta a controllo ha avuto bisogno di essere ulteriormente raffinata. Per questo motivo l'analisi si è articolata nei tre sottoparagrafi sotto.

III.3.b.1. Dove guardare?

Non tutti i titoli hanno peggiorato il proprio grado di rischio in maniera uguale. Le azioni possono essere lasciate da parte perché erano già capitale di rischio in partenza. Dall'altro lato si presenta l'ampio novero dei crediti che i risparmiatori possono vantare di fronte alla banca. Anche qui i titoli si sono atteggiati in maniera differente rispetto al rischio. Se infatti si prende in considerazione la struttura in media del passivo delle banche italiane a fine 2013, prima di qualsiasi attesa

sull'entrata in vigore della nuova politica di risoluzione, pur stratificata fra banche di piccole, medie e grandi dimensioni, emerge il fatto che il capitale azionario insieme alle obbligazioni subordinate siano in grado di assorbire una svalutazione dell'8% delle passività totali, necessaria per attivare l'intervento del Fondo di Risoluzione, il quale a propria volta ha un margine di intervento del 5%. Perché dunque si fossero in ipotesi dovute intaccare le obbligazioni ordinarie si sarebbero dovute registrare perdite pari almeno al 13%. Questa condizione si contra però con il dato relativo agli anni più profondi di crisi, in cui mediamente le perdite delle banche in dissesto si sono attestati in un intorno di valori del 4-5%, mentre solo in un caso è stata registrata una perdita appena superiore all'8% (comunque ancora ben lontana dal 13%). Per questo motivo l'effetto atteso dovrebbe essere più pronunciato sulle obbligazioni subordinate.

III.3.b.2. La risposta di Pampurini e Banfi, insieme alla nostra

Per sottoporre l'effetto atteso a controllo ci siamo giovati dei dati raccolti da Francesca Pampurini e Alberto Banfi (Pampurini et Banfi, 2016), che copre l'82% del mercato delle obbligazioni subordinate e il 64% del più vasto mercato delle obbligazioni ordinarie (per dati e commenti alla composizione del campione si rimanda necessariamente al testo).

Il campione è stato a propria volta stratificato fra banche considerate sicure e banche considerate a rischio. L'analisi si è svolta su due linee principali, l'una volta ad identificare variazioni puntuali, l'altra finalizzata ad indagare aspetti tendenziali. A queste due prospettive corrispondono i casi di *panic selling* e di minore ricorso in chiave generale ad un particolare strumento. Sono state definite - con riferimento evidentemente alla prima delle due prospettive - variazioni anomale nel prezzo quelle deviazioni significative e persistenti del prezzo ei titoli rispetto alla media dei giorni precedenti. Queste variazioni sono state confrontate con quelle delle obbligazioni della stessa banca (per capire se si trattasse di una prestazione negativa diffusa della banca o effettivamente un timore per gli strumenti subordinati). Per i casi di *panic selling* inoltre si è dovuto verificare che le anomalie riguardassero l'intero settore o almeno il sottogruppo delle banche considerate a rischio. Sono stati effettivamente riscontrati tre casi di vendite massicce di strumenti subordinati - più pronunciati per le subordinate di banche considerate a rischio - quasi assenti invece sul mercato delle obbligazioni

ordinarie. (vd. grafici allegati). Tali perturbazioni sono coincise con momenti particolarmente salienti dell'entrata a regime della nuova politica, contraddistinti peraltro da un ampio spazio mediatico dedicato alle novità nel mondo bancario, spesso con toni decisamente allarmistici. I fenomeni registrati sul mercato dal canto loro documentano inequivocabilmente una certa attenzione alla politica di risoluzione anche da parte delle famiglie, che per ragioni ampiamente discusse nel testo sono detentrici privilegiate di obbligazioni bancarie.

In ottica tendenziale invece, pur a fronte di un calo generalizzato del comparto obbligazionario delle banche, le ordinarie hanno tenuto meglio delle subordinate. Questo fenomeno si presta tuttavia a spiegazioni meno univoche rispetto a quelle adottate per le variazioni temporalmente localizzate.

III.3.b.3. Cosa rimane sullo sfondo

A spiegare le variazioni in prospettiva tendenziale intervengono però altre cause non legate alla politica di risoluzione. In primo luogo la minore domanda di obbligazioni bancarie deve essere ricondotta almeno in parte ai recenti interventi di riforma, che ne hanno eliminato il trattamento fiscale di favore, prima equiparato a quello dei Titoli di Stato. D'altro canto si è registrato un maggiore ricorso al risparmio gestito, spesso svolto da intermediari ricompresi nel gruppo bancario o nel conglomerato finanziario dell'ente a cui il cliente si rivolge.

In ogni caso anche a fronte di una forte dinamica spontanea, come dicevamo l'effetto sulle obbligazioni subordinate è stato maggiore, segno che in ogni caso i risparmiatori hanno saputo distinguere fra classi di titoli.

C. Allegati

N.B.: Si presti attenzione per i raffronti alle scale riportate sull'asse delle ordinate. La numerazione delle figure fa riferimento al presente documento, mentre è diversa all'interno dei capitoli.

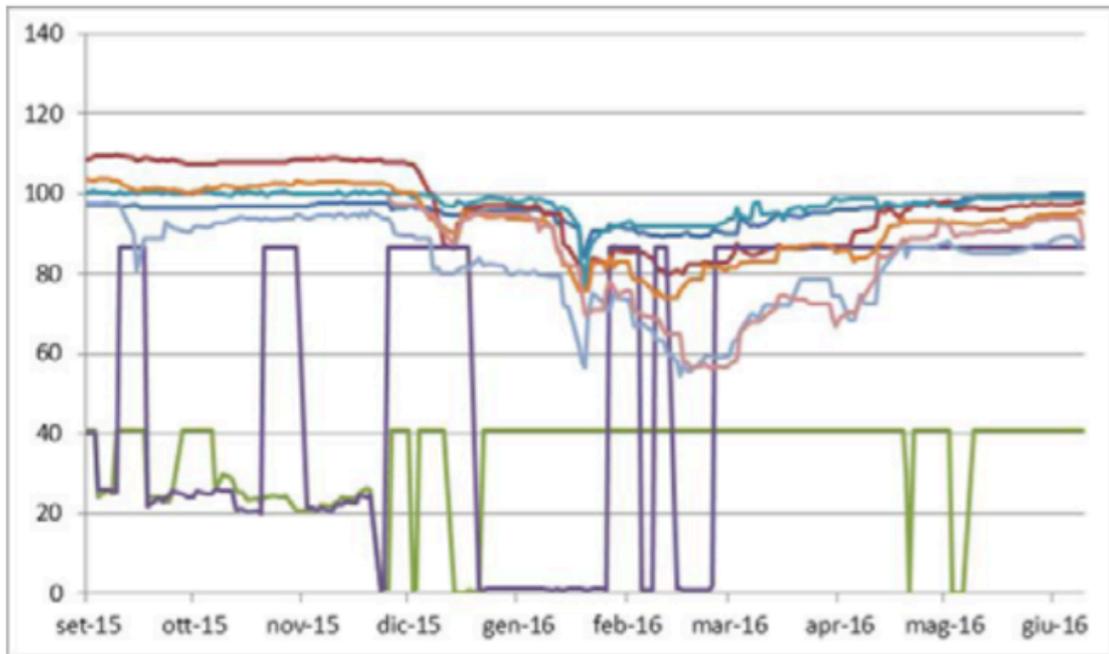


Figura 1: Andamento del prezzo delle obbligazioni subordinate emesse da banche considerate a rischio; Fonte: Pampurini et Banfi, 2016, su dati Eikon

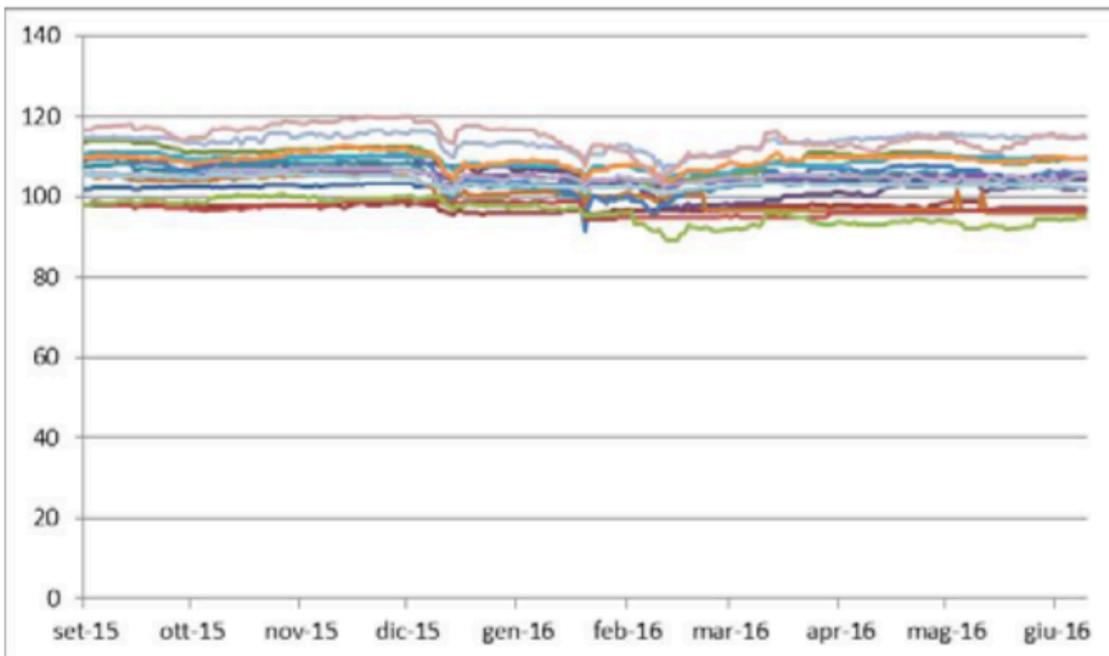


Figura 2: Andamento del prezzo delle obbligazioni subordinate emesse da banche non considerate a rischio; Fonte: Pampurini et Banfi, 2016, su dati Eikon

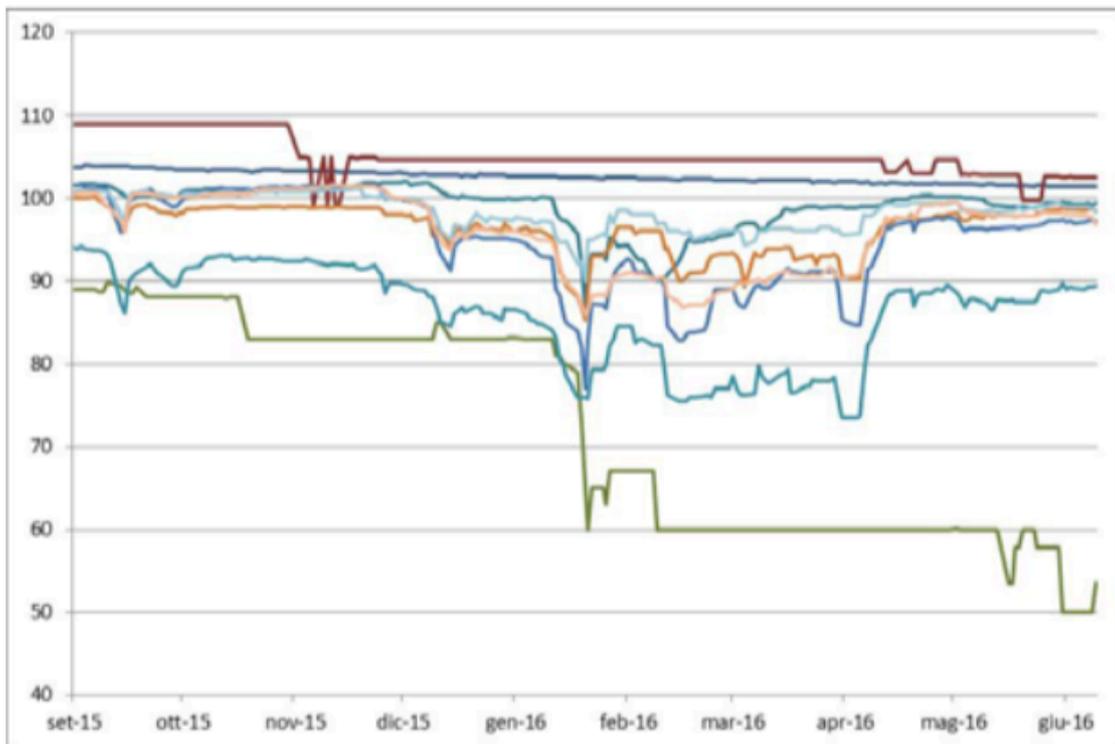


Figura 3: Andamento delle principali obbligazioni ordinarie emesse da banche considerate a rischio;
 Fonte: Pampurini et Banfi, 2016

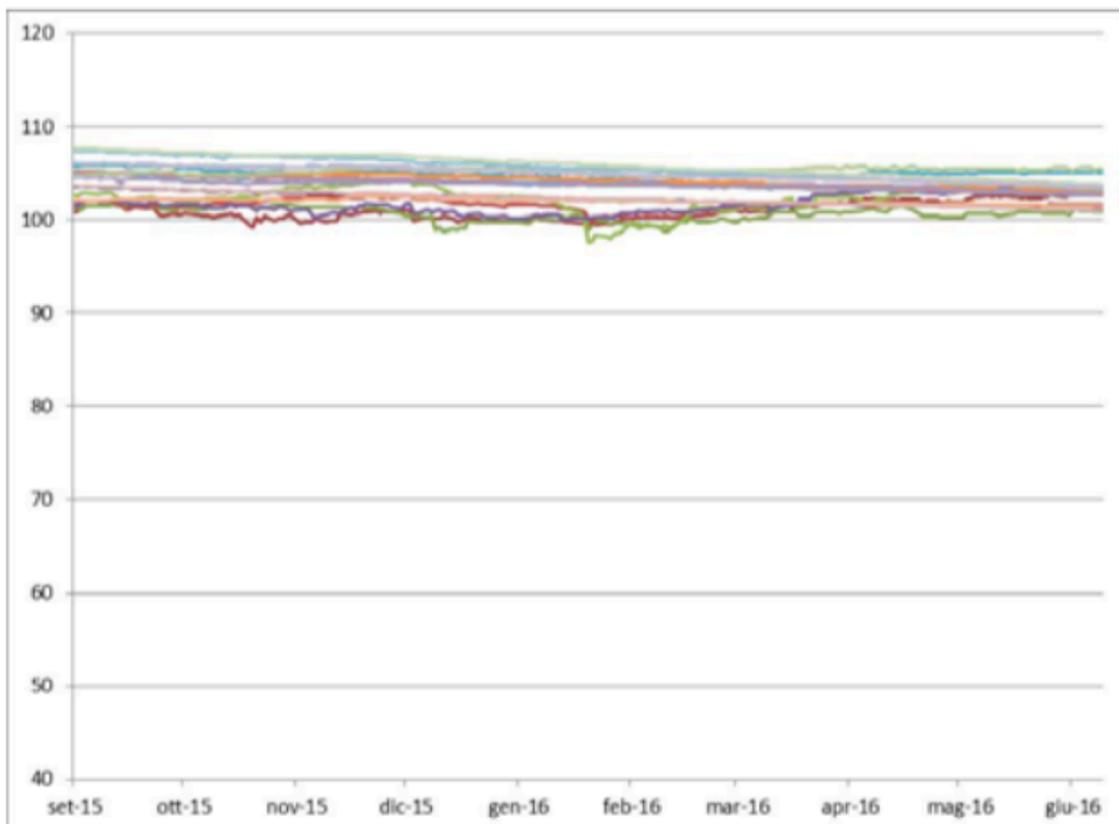


Figura 4: Andamento delle principali obbligazioni ordinarie emesse da banche non considerate a rischio;
 Fonte: Pampurini et Banfi, 2016

RINGRAZIAMENTI E DEDICA

Molti e doverosi sarebbero i ringraziamenti da largire nei riguardi di chi a vario titolo mi è stato accanto lungo questo lavoro, la cui stesura ha complessivamente richiesto un anno; mi limiterò tuttavia, nell'impossibilità di ricostruire una catena potenzialmente indeterminabile di persone care, delle quali ho il privilegio di essere circondato, a menzionare coloro che nel presente progetto hanno avuto una parte più ampia. Il lettore vorrà peraltro perdonare la brevità nei modi che troverà di seguito, ma restio per natura all'esternazione di affetto, più viva di dentro lascio ardere la fiamma della riconoscenza.

Il primo ringraziamento lo devo indirizzare alla mia famiglia, che oltre ad avere fin dalla mia più tenera età istigato in me un fervido amore per lo studio, non ha dipoi lesinato i mezzi, affinché io potessi avere la migliore educazione possibile. Questi cinque anni lontano dal borgo natio sono stati la prova di quanto mio padre, mia madre e i miei nonni abbiano creduto nelle mie capacità. Per questo ogni ulteriore parola sarebbe suonerebbe vacua e superflua, dinnanzi al loro amore che costantemente educando mi ha fatto crescere.

Ampia è la gratitudine che serbo nei riguardi del mio Relatore, il Prof. Antonio La Spina, che ebbi l'onore di avere come insegnante fin dal primo semestre di università. Lungo questi mesi il suo è stato un lavoro paziente, preciso, metodico e puntuale, che mi ha dato occasione di potermi costantemente giovare di un interlocutore di alto profilo, con il quale confrontarmi non soltanto sulle idee in questa tesi sviluppate, ma a più ampio spettro sui temi delle politiche pubbliche. Devoto alla sua vocazione come pochi lo sono, è stato per me modello adamantino di solerzia ed esempio di professionale correttezza.

Ringrazio inoltre il Prof. Paolo Garonna, Segretario Generale della Federazione Banche, Assicurazioni e Finanza, nonché Correlatore di questa tesi. Indubabilmente è stato per me un privilegio poter beneficiare del giudizio ben ponderato di chi per la duplice natura accademica e professionale, possa vantare padronanza ed esperienza insuperabili degli argomenti quivi affrontati.

Non posso dimenticare in queste righe il Laboratorio di Analisi Politica e Sociale, sapientemente diretto dal Prof. Raffaele De Mucci, coadiuvato a propria volta dalla Dott.ssa Rosamaria Bitetti. La parte maggiore delle presenti pagine sono state redatte fra le mura di quell'ufficio, che per mesi ho considerato una seconda casa, non soltanto per l'assidua frequentazione, ma anche per l'aria genuina e stimolante che vi si respira. Se la scienza avesse un tempio, sarebbe probabilmente ubicato dietro la porta di questo centro.

Del pari non mi è mai mancato il sostegno del Centro Studi Gaetano Salvemini, del quale posso gloriarmi di essere stato, due anni fa ormai, socio fondatore insieme al Prof. Gaetano Pecora, che fu mio Relatore della mia tesi triennale sul pensiero di Luigi Einaudi, e al Dott. Gianmarco Ponderano Altavilla. Più che come collega posso dire che essi, insuperabili nell'ingegno quanto nella raffinatezza dei modi, mi abbiano accolto come un fratello, non mancando mai di riservare a me, seppur giovanissimo, opportunità ambiziose, le quali mi hanno spronato a mettere alla prova le mie capacità.

Un pensiero debbo rivolgere anche al Centro Studi sulle Pubbliche Amministrazioni Vittorio Bachelet, presieduto dal Prof. Gian Candido De Martin e diretto dal Prof. Giuseppe Di Gaspare e dal Prof. Avv. Vincenzo Antonelli, dove parimenti ho avuto la possibilità di svolgere attività di tirocinio. In quella sede peraltro ho conosciuto il Dott. Avv. Fabio Masci, di qualche anno più grande di me, il quale considero, oltre che un insostituibile amico, un faro per me acceso fra le incerte onde del futuro.

Ringrazio infine la cattedra di Diritto Bancario, retta dalla Prof.ssa Mirella Pellegrini, che già fu del Prof. Francesco Capriglione. La frequenza di quelle lezioni mi ha offerto spunti di riflessioni e prospettive di analisi che ho integrato utilmente a quanto già autonomamente in materia avevo appreso. Peraltro è quel corso uno dei più stimolanti che possano trovarsi nella nostra università.

Se qualcuno ho colpevolmente omissso di ringraziare, non esiti a rivolgermi le proprie rimostranze: la porta di casa mia rimarrà sempre aperta per la franca amicizia, per il confronto intellettuale o per una buona cena in compagnia.

*«Alle banche centrali di tutta Europa, con
riconoscenza e devozione, per avere per prime, con
la propria opera instancabile, affrontato il
maremoto».*