

Quaderni giuridici

## La distribuzione dei titoli MREL dopo la BRRD

L'interazione tra regole prudenziali e di trasparenza

*S. Alvaro, M. Lamandini, D. Ramos Muñoz, E. Ghibellini, F. Pellegrini*



**CONSOB**

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

15

dicembre 2017

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Simone Alvaro (coordinatore), Doina D'Eramo, Giorgio Gasparri, Giovanni Mollo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera, Walter Palmeri, Fabio Vasselli

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tiburtini s.r.l. (Roma)

[www.tiburtini.it](http://www.tiburtini.it)

## **La Consob**

00198 Roma - Via G.B. Martini, 3

☎ 06.8477.1

☎ 06.8477612

✉ [studi\\_analisi@consob.it](mailto:studi_analisi@consob.it)

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

# La distribuzione di titoli MREL dopo la BRRD

## L'interazione tra regole prudenziali e di trasparenza

S. Alvaro\*, M. Lamandini\*\*, D. Ramos Muñoz\*\*\*, E. Ghibellini\*\*\*\*, F. Pellegrini\*\*\*\*\*

## Sintesi del lavoro

L'interazione tra gli obiettivi di stabilità finanziaria e di tutela dei consumatori alla base del quadro di risoluzione delle crisi bancarie è molto complessa e rende necessaria un'adeguata calibrazione delle salvaguardie. Per questa ragione risulta appropriata una introduzione graduale dei requisiti MREL (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*). Se tali requisiti devono essere specifici per ogni singola istituzione (cfr. art. 4 del Regolamento delegato), è questo un campo d'elezione, nel quadro della regolamentazione prudenziale, per l'uso di calibrazioni individuali e per l'applicazione dei principi generali di proporzionalità, sussidiarietà e diversità. A ciò si aggiunge che i requisiti di trasparenza sono stati negli anni progressivamente rafforzati a tal punto che è oggi difficile identificare un modo assolutamente sicuro per una banca per distribuire ai propri clienti (in particolare quelli al dettaglio) strumenti finanziari in grado di esporli ad un potenziale rischio di perdita; i rischi di azioni di annullamento o di risarcimento sono divenuti tali da aver nei fatti trasformato quello che dovrebbe essere un normale processo di *marketing* in una serie di avvertimenti minacciosi. In questa situazione diventa difficile immaginare una massiccia distribuzione al dettaglio di titoli MREL sia in Italia che in molti altri Stati Membri. L'esperienza pratica illustra i travagli che derivano dall'impatto di problemi "micro" a livello "macro" e viceversa. Sennonché il sistema giuridico non dovrebbe esacerbare bensì prevenire i potenziali conflitti

Classi JEL: G14, G18, K20, K22.

Parole chiave: BRRD, MREL, titoli, trasparenza, requisiti prudenziali.

\* Responsabile Ufficio Studi Giuridici, Divisione Studi Consob. \*\* Professore Ordinario di Diritto Commerciale, Università degli Studi di Bologna. \*\*\* Ricercatore di Diritto Commerciale. Università Carlos III di Madrid e Università degli Studi di Bologna. \*\*\*\* Dottoranda di Ricerca, European Doctorate in Law and Economics. \*\*\*\*\* Dottoranda di Ricerca, Università Carlos III di Madrid.

Le opinioni espresse nel presente Quaderno sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i contenuti del presente Quaderno, non è pertanto corretto attribuirli alla Consob o ai suoi Vertici. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori.

nell'interazione tra obiettivi di stabilità finanziaria e protezione dei consumatori. In questa prospettiva riteniamo che un più ampio uso della proporzionalità valga a meglio conciliare i requisiti prudenziali e di trasparenza; è questo certamente un problema non facile ma che deve essere necessariamente affrontato per poter soddisfare in modo sicuro i bisogni di finanziamento MREL nel futuro prossimo. Per una volta, la proporzionalità, per il suo carattere di norma "aperta" può consentire di identificare regole chiare, ma al tempo stesso attuabili, per la commercializzazione degli strumenti MREL. In caso contrario, le banche rischiano di trovarsi al centro di un conflitto tra standards 'aperti' di risoluzione e regole per la protezione del consumatore, con il rischio di dover collocare un ingente volume di titoli senza però avere un pubblico disposto ad acquistarli. Non v'è dubbio che i comportamenti di vendita al pubblico e la formazione specifica della forza di vendita delle banche debbano e possano migliorare, ma deve esservi al contempo un'idea più chiara e praticabile, di come un corretto processo di *marketing* si traduca in specifiche e ragionevoli avvertenze che siano adeguatamente comprese dal cliente e lascino la banca e i suoi dipendenti con una la 'coscienza pienamente pulita'.

# The marketing of MREL securities after BRRD

## Interactions between prudential and transparency requirements and the challenges which lie ahead

*S. Alvaro\**, *M. Lamandini\*\**, *D. Ramos Muñoz\*\*\**, *E. Ghibellini\*\*\*\**, *F. Pellegrini\*\*\*\*\**

## Abstract

The interplay between the objectives of financial stability and consumer protection underpinning the bank resolution framework is a very complex one, hence the need of an adequate calibration of safeguards. A flexible approach in phasing-in MREL requirements is, therefore, necessary. If MREL must be institution-specific (Article 4 of the Delegated Regulation), there is hardly any other field of prudential regulation where individual calibrations are more warranted, and the use of general principles of proportionality, subsidiarity and diversity more necessary. In turn, transparency requirements have been progressively strengthened to a point that it is difficult to identify a sure way in which a bank may market to its clients (in particular retail ones) a financial instrument that exposes them to a risk of loss, without being exposed to an action for annulment or for damages, and without fully denaturalising the marketing process, i.e. turning it into a series of ominous warnings. It is difficult to imagine a massive retail distribution of MREL securities in Italy and in several other Member States under these circumstances. Anecdotal evidence shows the travails that result from the impact of 'micro' issues on a 'macro' level and vice versa. If one fails to grasp this connection, the legal system itself would end up exacerbating, instead of preventing, clashes between financial stability goals and consumer protection needs. In this vein, we argue that in the determination of individual MREL requirements and in the sale of MREL securities an approach based on the extensive use of proportionality should be adopted. This, to our minds, is essential to credibly answer the question to whom may MREL securities be marketed. For sure, the answer to this question needs to reconcile prudential and transparency requirements and this is an intractable problem, but one that must be addressed if MREL funding needs must be safely met in the near future. For once, proportionality, despite its open-textured nature, may call for bright-line rules in what concerns the marketing of the instruments, when applied to MREL requirements. Otherwise, banks may be caught in the middle of open standards for resolvability, on one hand, and consumer protection, on the other, with the result that they may be required to place a massive volume of securities, but find no public to place them, or else risk public outrage if they go under. Marketing standards and employee training need to improve, but there has to be a clearer idea of what a proper, and workable, marketing process looks like, and how that translates into specific warnings that are adequately understood by the client, but also leave the bank and its employees with a clear conscience.

\* Head of Legal Studies Office, Studies Department, Consob. \*\* Full Professor of Commercial Law, University of Bologna. \*\*\* Professor of Commercial Law, Charles III University of Madrid and University of Bologna. \*\*\*\* PhD Student, European Doctorate in Law and Economics. \*\*\*\*\* PhD Student, Charles III University of Madrid.

Any mistake remains, of course, our sole responsibility. The opinions expressed here are those of the authors and do not necessarily reflect those of Consob.

# Indice

1	Il debito subordinato in essere delle banche e i futuri bisogni di finanziamento MREL: un quadro sintetico dei dati europei con evidenze selezionate dall'Italia	7
2	La condivisione degli oneri ai sensi della Comunicazione sul settore bancario del 2013, requisiti di assoggettabilità al bail-in e requisiti MREL ai sensi della direttiva BRRD	14
3	Breve comparazione con gli Stati Uniti considerati come esempio dei rischi insiti negli attriti transfrontalieri e nella concorrenza regolamentare. MREL/TLAC infragruppo e i problemi legati alla diversità tra le legislazioni	41
4	Un "new normal" senza periodo di transizione: la rilevanza della tutela della proprietà e della tutela degli investitori ordinari	47
5	Le scoraggianti sfide della distribuzione degli strumenti ammissibili al bail-in	
	A) I requisiti di trasparenza e le lezioni dall'Italia	60
6	Le scoraggianti sfide della distribuzione degli strumenti ammissibili al bail-in	
	B) Come le modifiche al micro-livello dell'approccio di vigilanza e giuridico in materia di trasparenza possono influire sul contesto macroeconomico. Lezioni dalla Spagna	72
7	Le sfide che ci attendono	77
	Riferimenti bibliografici	85
	Appendice	89



## 1 Il debito subordinato in essere delle banche e i futuri bisogni di finanziamento MREL: un quadro sintetico dei dati europei con evidenze selezionate dall'Italia

Gli enti creditizi europei offrono una varietà di strutture di finanziamento. Il finanziamento bancario è peculiare al singolo ente e, in qualche misura, anche al singolo paese. Il debito subordinato e gli altri strumenti di debito ammissibili al bail-in di rango superiore rispetto ai depositi garantiti non fanno eccezione e la loro emissione varia in modo sensibile tra i diversi partecipanti del settore e nei diversi paesi europei.

Sulla scia della crisi finanziaria, gli strumenti di debito subordinato e gli strumenti ibridi sono diventati fondamentali, in particolare in quei paesi dalle condizioni macroeconomiche deboli che hanno attraversato una o più crisi bancarie. Le perdite dei detentori di titoli di debito subordinati associate a misure di risanamento e risoluzione hanno rivelato in modo improvviso le dimensioni del problema, che è inoltre acuitizzato dall'eredità delle pratiche di mis-selling.

Per inquadrare correttamente l'ambito della presente analisi giuridica, si è proceduto all'analisi del debito subordinato delle banche europee<sup>1</sup> (cfr. Appendice 1).

Il valore delle emissioni di titoli di debito subordinato è quasi raddoppiato nel 2014, e nel 2015 era molto più alto che nel triennio dal 2010 al 2013; a sua volta, l'emissione di titoli di debito *senior* si è quasi dimezzata tra il 2010 e il 2015.

**Figura 1 – Emissioni di titoli di debito delle banche europee**  
(Mln di EUR)

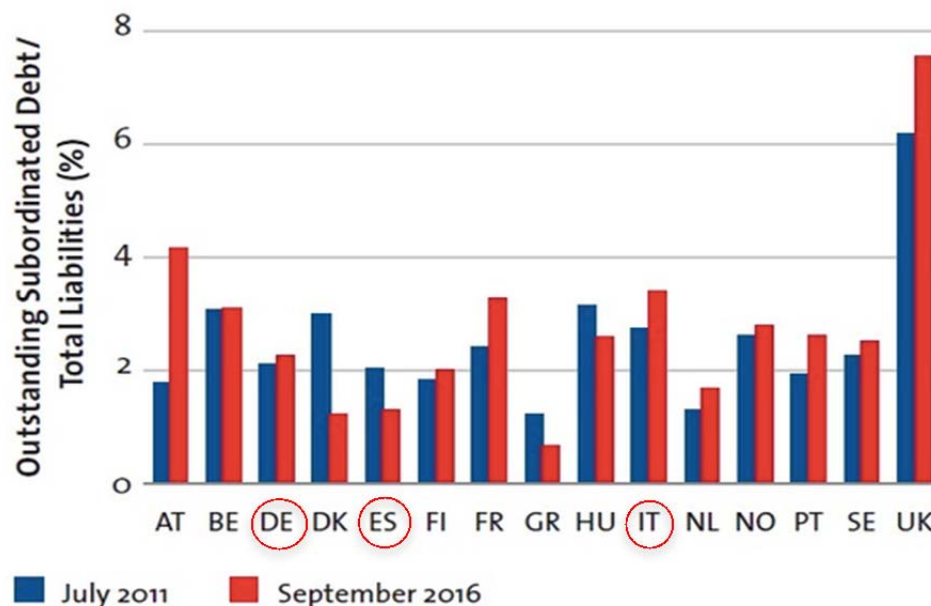
	Emissioni di titoli di debito subordinato		Emissioni di titoli di debito senior	
	Di durata determinata	Perpetui	Di durata determinata	Perpetui
2010	19.477	3.335	591.655	-
2011	17.350	-	582.511	-
2012	15.026	1.947	482.747	-
2013	22.516	4.497	358.038	69
2014	28.345	27.609	404.747	-
2015	24.020	9.669	302.096	846

Fonte: SAFE, Should the marketing of subordinated debt be restricted/different in one way or the other? What to do in the case of mis-selling?, White Paper No. 35, 2016, p. 12.

1 Si utilizzano a tal fine i dati del "Bail-In Tracker" sviluppato dal Centro di ricerca "Sustainable Architecture for Finance in Europe" (SAFE) dell'Università di Francoforte. Si tratta di uno strumento web che fornisce dati sul debito subordinato di 36 grandi banche con sede in 15 paesi europei, calcolati su base settimanale a partire dal luglio 2011. Per ulteriori approfondimenti cfr. SAFE White Paper n. 35/2016: M. Götz, T.Tröger, *Should the marketing of subordinated debt be restricted/different in one way or the other? What to do in the case of mis-selling?*, White Paper No. 35, 2016 (testo inoltrato anche alla Commissione ECON del Parlamento europeo e pubblicata integralmente sul sito del PE); M. Götz, *The Bail-In Tracker: Does the new EU Regulation on Bank Recovery and Resolution Work?*, in *SAFE Newsletter*, 28 ottobre 2016.

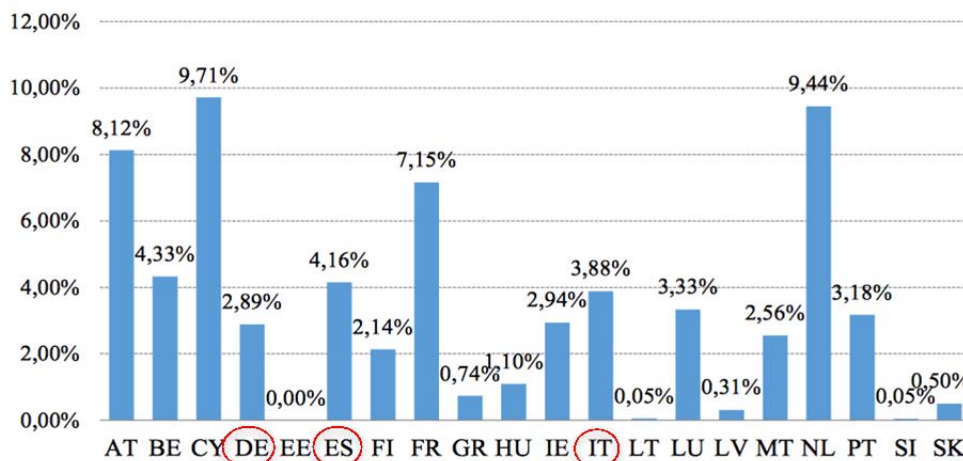
Come già osservato, le differenze tra i paesi e tra gli enti sono profonde e i dati medi non consentono di cogliere la situazione reale. Le figure 2 e 3 mostrano le differenze tra gli Stati Membri.

Figura 2 - Debito subordinato in essere / Totale passività



Fonte: SAFE, Dimensioni del debito subordinato medio sul totale delle passività nei vari paesi nel luglio 2011 e nel settembre 2016.

Figura 3 - Debito subordinato aggregato delle banche europee e PIL dei diversi paesi. Periodo: 2014

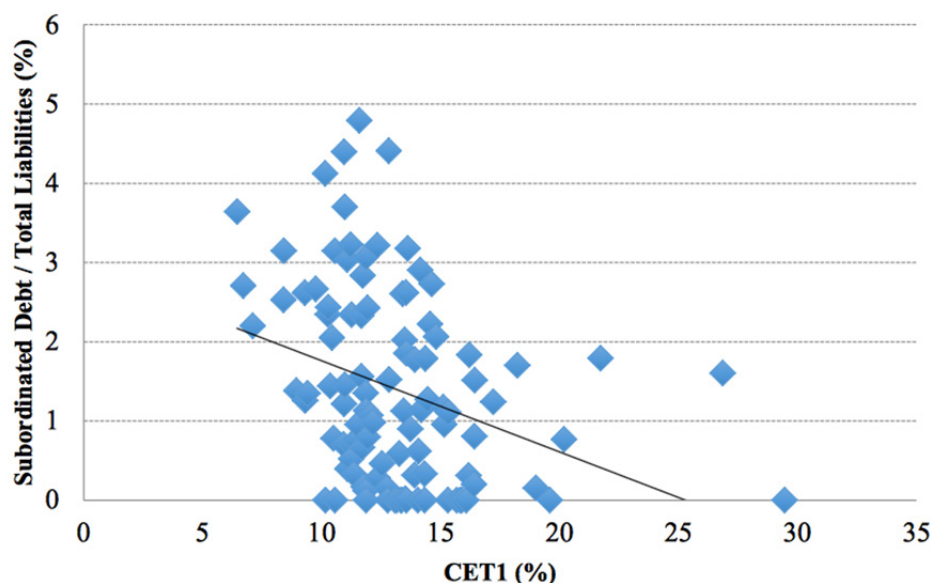


Fonte: SAFE, Should the marketing of subordinated debt be restricted/different in one way or the other? What to do in the case of mis-selling?, White Paper No. 35, 2016, p. 10.

La figura 4 mostra come il finanziamento con debito subordinato vada a detrimento anziché a supporto del finanziamento con capitale proprio. Le banche con meno capitale tendono maggiormente a finanziarsi con titoli di debito subordinato rispetto alle banche con un capitale più consistente.



Figura 4 - Relazione tra debito bancario subordinato/passività totali e capitale di base di classe 1 (CET1)



Fonte: SAFE, Should the marketing of subordinated debt be restricted/different in one way or the other? What to do in the case of mis-selling?, White Paper No. 35, 2016, p. 11.

Tali cifre evidenziano le attuali quote di strumenti di debito su-bordinato nel settore bancario europeo. Ne emerge con chiarezza come tale situazione debba destare preoccupazione quando le banche che ricorrono al debito subordinato si trovino a dover affrontare misure di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione nel contesto di procedimenti di risanamento e risoluzione.

La letteratura, inoltre, rivela a livello europeo un'ampia gamma di differenze per quanto concerne i rapporti tra capitale, debito subordinato e debito *senior*.<sup>2</sup> Tali differenze hanno implicazioni rilevanti per la stabilità del sistema bancario e la sostenibilità dei processi di *bail-in*, quali quelle riportate sinteticamente di seguito, a titolo di esempio:

- a) nel Regno Unito più del 7,5% del debito bancario è subordinato. Le cifre per Italia, Francia, Belgio e Austria si attestano intorno alla media europea (al di sotto del 4%), mentre in paesi come Grecia, Danimarca e Spagna lo stock di titoli debito subordinato è storicamente contenuto. L'emissione di titoli di debito subordinato in Grecia e Spagna è addirittura diminuita tra il 2011 e il settembre 2016, a dimostrazione del fatto che l'offerta di tali titoli è molto ardua se non addirittura impossibile in tempi difficili. Vi sono evidenze aneddotiche a dimostrare che, se collocati con successo, questi titoli possono anche rivelarsi una fonte di contenzioso massivo quasi intrattabile quando si attiva la clausola di subordinazione (una questione che tratteremo più oltre). Al contempo vi sono anche prove di un significativo aumento dell'emissione di obbligazioni perpetue,

<sup>2</sup> M. Götz, T. Tröger, *Should the marketing of subordinated debt be restricted/different in one way or the other? What to do in the case of mis-selling?*, White Paper No. 35, 2016.

specialmente nel 2014. Ciò molto probabilmente dimostra che le banche tentano di anticipare in qualche misura la conformità con i requisiti MREL (altra questione che discuteremo in dettaglio più avanti), limitando il rischio di *roll-over* associato al debito a breve e medio termine.

- b) quasi il 15% del debito subordinato emesso nella zona euro è denominato in valute diverse dall'euro, con una prevalenza del dollaro americano<sup>3</sup> il che introduce un elemento di incertezza associato al rischio di cambio nel computo dei requisiti MREL, che è già di per sé complesso.
- c) oltre un quarto (26%) del debito subordinato a livello consolidato non è emesso dalle società madre, bensì da loro filiazioni che spesso si trovano in giurisdizioni diverse; in assenza di una strategia a livello di gruppo, tale situazione introduce elementi di incertezza nell'individuazione di quali siano le leggi che debbano disciplinare il *bail-in* di tali strumenti (questione su cui torneremo in seguito). Ciò evidenzia anche alcune limitazioni di base nel quadro europeo, come la mancanza di armonizzazione di nozioni quali quella di "interesse di gruppo" e dei relativi diritti giuridici. In un contesto di ristrutturazione e consolidamento, tale mancata armonizzazione al di là del campo di applicazione delle disposizioni della direttiva BRRD sugli accordi di finanziamento infragruppo potrebbe portare a danni indiretti. Se la complessità strutturale dei gruppi bancari europei e le sue implicazioni sono di difficile comprensione persino per gli esperti, gli investitori - specialmente quelli ordinari - molto probabilmente non saranno consapevoli dei rischi del *bail-in* a livello consolidato.
- d) nella zona euro alla fine del 2014 gli strumenti di debito subordinato emessi dalle banche ammontavano a quasi 500 miliardi di euro. Come già osservato, tuttavia, ciò che veramente sorprende è il rapporto inverso esistente tra il capitale della banca e il suo debito subordinato, con le banche a capitale minore che emettono volumi maggiori di titoli di debito subordinato. Il paradosso è che rapporti CET1 più bassi aumentano la probabilità di *bail-in*, il che pone un rischio maggiore per gli strumenti di debito subordinato. È improbabile che gli investitori - soprattutto quelli ordinari - siano consapevoli di tale rapporto inverso. Il problema, tuttavia, non riguarda solo gli investitori detentori di titoli di debito subordinato: secondo i dati forniti dall'Autorità Bancaria Europea (*European Banking Authority*, EBA) nell'*End-2016 G-SII Disclosure Exercise*, diverse banche (e altri enti finanziari) detengono strumenti di debito subordinati emessi da altre banche, per un valore di circa 30 miliardi di euro. Un tale groviglio di esposizioni incrociate, soprattutto in quegli Stati Membri la cui economia è stagnante, po-

3 Cfr. anche EBA, *Final Report on MREL, Report on the implementation and design of the MREL framework*, EBA-Op-2016-21, 14 dicembre 2016, p. 66: "Le informazioni del mercato pubblico sul debito aggregato per valuta in scadenza nel 2018 e oltre (cfr. Figura 27 e Figura 28) indicano che, oltre che sul mercato dominante per le emissioni di strumenti denominati in EUR (54%), le banche europee fanno significativamente affidamento su finanziamenti in altre valute, prevalentemente in USD (19%), JPY (11%), GBP (6%) e altre. Ciò indica che le banche possono potenzialmente emettere strumenti ammissibili al MREL non solo sul mercato finanziario nazionale ma anche su quello internazionale. È importante notare che le banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB) hanno un migliore accesso ai mercati esteri, poiché l'analisi di un sottocampione non comprensivo delle banche sistemiche (Figura 28) suggerisce una maggiore proporzione di finanziamenti di banche non sistemiche (non G-SIB) in euro".

trebbe innescare un contagio sistemico, con l'indesiderato effetto di compromettere, con il ricorso al *bail-in*, la solidità del sistema a livello 'macro' in presenza di crisi non idiosincratice.<sup>4</sup>

Anche l'EBA si è di recente occupata della questione nel Report sull'implementazione del MREL per il 2016, mostrando come sia difficile bilanciare tutti gli interessi in gioco in questo specifico dominio: "L'EBA raccomanda che le esposizioni a strumenti ammissibili al MREL emessi da tutti gli enti creditizi siano dedotti dal MREL su base omogenea al di sopra di una doppia soglia intesa a preservare una quota di attività di *market-making*. Gli strumenti *senior* vanno detratti unicamente nella misura della loro ammissibilità al MREL (approccio della detrazione proporzionale), salvo che non si adotti l'approccio del limite alle grandi esposizioni, illustrato di seguito, per le emissioni di banche a rilevanza non sistemica. Questa soluzione si discosta da quella del capitale di classe 2 raccomandata dal Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria (CBVB), e l'EBA ritiene tale scostamento giustificato nel contesto dell'UE, in cui tutte le banche sono soggette a un requisito MREL. In alternativa, la detrazione dalla base di capitale di classe 2 potrebbe essere trattenuta ai fini della piena conformità con la raccomandazione del CBVB. Inoltre, se si ritiene che un regime di detrazione ostacoli lo sviluppo del mercato per gli strumenti MREL emessi da banche non sistemiche, si dovrebbe introdurre un apposito sottolimito delle grandi esposizioni per le partecipazioni in strumenti ammissibili al MREL emessi dalle banche che rientrano nei limiti delle grandi esposizioni di cui all'articolo 395 del CRR. I sottolimiti andrebbero calibrati sulla base di un'analisi d'impatto, tenendo conto del loro effetto sulle banche a rilevanza non sistemica, della coerenza con l'approccio di detrazione e con il quadro complessivo delle grandi esposizioni. L'EBA potrebbe dedicare un *report* all'analisi di questi elementi, che potrebbero poi essere oggetto di uno standard tecnico di regolamentazione (*Regulatory Technical Standard*, RTS). Poiché uno degli obiettivi alla base di tale opzione è la semplificazione, le partecipazioni in strumenti *senior* emessi da banche non sistemiche sarebbero pienamente comprese nel limite e non trattati su base proporzionale come sopra descritto".

La valutazione quantitativa dell'impatto del Report 2016 dell'EBA conferma ampiamente che, a livello complessivo e nonostante la significativa eterogeneità del campione, i requisiti MREL avranno un impatto molto significativo sui bisogni di finanziamento delle banche europee.

"Su base aggregata, a parità di condizioni i bisogni di finanziamento MREL, stimati in 58,2-208,1 miliardi di euro, comporterebbero un aumento tra l'1,5% e il 5,4% dell'attuale struttura degli strumenti ammissibili al MREL. Nello scenario di subordinazione parziale, il totale dei bisogni di finanziamento MREL aumenta da 186,1 miliardi a 276,2 miliardi di euro, ovvero tra il 4,9% e il 7,2%. Secondo il requisito della subordinazione parziale, il totale dei bisogni di finanziamento MREL delle banche a rilevanza sistemica a livello globale (G-SIB, *Global Systemically Important Banks*) e di altri enti a rilevanza sistemica (O-SII, *Other Systemically Important Institutions*) in titoli di debito subordinati di 154,4 miliardi di euro costituisce il 7,4% del totale degli strumenti subordinati MREL di tutte le banche nel campione. Il maggior onere derivante dalla

4 Cfr. O. De Bandt, P. Hartmann, *Systemic Risk in Banking: A Survey*, in C. Goodhart, G. Illing, *Financial Crisis, Contagion, and the Lender of Last Resort*, 2002, Oxford University Press, p. 249 e sgg.

necessità di aumentare la quantità di strumenti subordinati MREL ricadrebbe sulle banche a rilevanza sistemica globale, le quali, per ottenere strumenti subordinati per 110 miliardi di euro, dovrebbero aumentare dell'11% l'attuale *stock* di fondi propri e passività subordinate. Gli altri enti a rilevanza sistemica dovrebbero rinnovare il debito *senior* con un *roll-over* in strumenti subordinati, oppure emettere nuovi strumenti ammissibili per 44,4 miliardi di euro, pari al 5,2% dei loro fondi propri e del loro debito subordinato.

L'entità delle conseguenti implicazioni di mercato è senza precedenti. Come osservato dall'EBA: "I dati di mercato pubblici sui profili di maturità del debito delle banche europee rivelano che le banche comprese in un sottocampione hanno più di 2.202 miliardi di euro di debito *senior* non garantito e subordinato in scadenza nel 2018 o oltre. Nel 2018 si avrà il *roll-over* di 1.451 miliardi di euro di debito *senior* non garantito. Tale importo è comparabile ai 1.193 miliardi di debito *senior* non garantito detenuto dalle 133 banche del campione originario considerato per il presente *Report*. Sulla base dei dati di mercato, il debito subordinato in scadenza nel 2018 e oltre ammonta a 751 miliardi di euro. Le banche a rilevanza non sistemica (non-G-SIB) detengono più di 724 miliardi di euro di titoli di debito *senior* non garantiti e subordinati in scadenza nel 2018 o successivamente. Nel 2018 si avrà il *roll-over* di 547 miliardi di euro di debito *senior* non garantito. Tale importo è comparabile con i 613,5 miliardi di euro di debito *senior* non garantito (MREL ex dep meno fondi propri + debito subordinato) detenuti dalle banche non G-SIB comprese nel campione considerato per il presente *Report*. Sulla base del campione di dati di mercato, il debito subordinato delle banche non G-SIB in scadenza nel 2018 e oltre ammonta a 177 miliardi di euro".

A sua volta la capacità di assorbimento del mercato non può essere data per scontata quando si ha a che fare con uno stock di titoli MREL così ampio, come riconosce anche l'EBA (p. 45):

"L'impatto effettivo del requisito MREL dipenderà dalla capacità del mercato di assorbire i volumi di emissioni MREL necessarie al cumulo di MREL e la corrispondente capacità delle banche (specialmente quelle finanziate dai depositi) di accedere ai mercati, compresi i mercati profondi e sviluppati. A questo stadio, la capacità del mercato in termini di MREL è incerta in diverse giurisdizioni dell'UE e non è possibile fare previsioni certe sulla sua evoluzione nei prossimi anni. Pertanto, l'impatto macroeconomico del MREL può solo essere stimato sulla base di ipotesi sui costi di finanziamento, gli obiettivi di stabilità e la capacità di mercato del MREL. Ai fini di quest'analisi, si ipotizza una piena capacità di mercato, sottostimandone potenzialmente il reale effetto sul costo di finanziamento".

Particolare preoccupazione suscita l'impatto del MREL sugli enti di dimensioni medie e piccole che si finanziano con i depositi. L'EBA infatti osserva (p. 65):

"La diversità dei modelli di business del settore bancario nell'Unione Europea stimola la concorrenza e il miglioramento complessivo dell'efficienza del sistema bancario. Inoltre, la diversità dei modelli di business è normalmente considerata un elemento che aumenta la resilienza del sistema bancario agli shock esterni, proteggendo così la stabilità finanziaria. In Europa le banche ordinarie sono spesso importanti fornitori di servizi bancari per le piccole e medie imprese e per i singoli individui. I risultati della valutazione dell'impatto si basano su un campione che non è rappresentativo di tutte le banche europee, con possibile sotto-rappresentazione dell'impatto sui piccoli enti che si finanziano con i depositi, soprattutto considerata l'inesperienza di questi enti in materia

di accesso al mercato del debito. Inoltre, per molti soggetti i requisiti MREL possono essere difficili da raggiungere a causa della limitata capacità dei mercati nazionali di assorbire le emissioni previste. Sebbene le banche siano riuscite ad accedere ai mercati, il loro spread potrebbe essere significativamente più alto di quello dei grandi enti, il che andrebbe a influenzare in modo negativo la loro capacità di erogare finanziamenti ai ragionevoli prezzi dell'economia reale senza aumentare il profilo di rischio dei loro portafogli. Gli enti piccoli e medi finanziati dai depositi si finanziano solitamente, oltre che con i depositi, con le obbligazioni garantite e raramente emettono strumenti di debito; per essi non vi sono quindi riferimenti utili per valutare le aspettative sui prezzi degli strumenti ammissibili al MREL. Non pare irragionevole prevedere che lo spread richiesto sarebbe ben al di sopra di quello applicato alle banche a rilevanza sistemica globale e agli altri enti a rilevanza sistemica, e che potrebbe essere prossimo al costo di nuova emissione di capitale. La questione va affrontata, in parte, nella valutazione d'impatto, supponendo che i costi degli strumenti MREL *senior* per banche non-G-SIB e gli enti non-O-SII sarà pari al costo del capitale (8%). Non è possibile valutare il preciso impatto di uno spread maggiore sulla performance di tali soggetti, ma è probabile si tratti di un impatto sostanziale. Non si può tuttavia escludere che i costi a breve termine dell'aumento del debito saranno controbilanciati da una riduzione complessiva del rischio bancario sul lungo termine".

Nel suo complesso, la situazione italiana offre motivi di preoccupazione. Le tabelle seguenti, tratte da uno studio di CFA Society<sup>5</sup>, mostrano la struttura di finanziamento delle più importanti banche italiane al 31 dicembre 2015 (non rispecchiando dunque gli effetti della ristrutturazione di Monte dei Paschi di Siena (MPS) né della liquidazione di Banca Popolare di Vicenza e di Veneto Banca).

**Figura 5 – Fonti di finanziamento delle banche soggette alla vigilanza del Meccanismo unico di supervisione (*Single Supervisory Mechanism, SSM*) italiano, al 31 dicembre 2015**  
(dati in % del passivo)

	Intesa	Unicredit	UBI	B. Pop.	MPS	Mediobanca	BPM	BPV	BPER	Credem	Iccrea	Veneto Banca	Totale
Depositi	35%	52%	42%	38%	46%	19%	49%	41%	56%	47%	19%	43%	<b>43%</b>
Passività a breve termine	9%	8%	4%	7%	18%	24%	9%	29%	9%	16%	66%	21%	<b>11%</b>
Obbligazioni	28%	21%	42%	37%	23%	38%	27%	16%	20%	19%	11%	19%	<b>25%</b>
<1 anno	5%	5%	11%	13%	6%	6%	9%	3%	3%	1%	3%	4%	<b>6%</b>
Altre passività	22%	13%	4%	11%	7%	3%	6%	8%	6%	12%	1%	11%	<b>14%</b>
Patrimonio netto	7%	6%	9%	7%	6%	16%	9%	6%	9%	7%	3%	6%	<b>7%</b>

Fonte: AIAF, CFA Society Italy, *BRRD e Bail-in. Implicazioni per l'analisi del settore finanziario e la tutela dell'investitore*, 2017, p. 63.

5 AIAF, CFA Society Italy, *BRRD e Bail-in. Implicazioni per l'analisi del settore finanziario e la tutela dell'investitore*, 2017.

Le emissioni di obbligazioni delle stesse banche al 30 aprile 2016 erano le seguenti:

**Figura 6 – Banche finanziate con obbligazioni e soggette alla vigilanza Meccanismo unico di supervisione (*Single Supervisory Mechanism, SSM*) italiano**  
(dati in mld EUR)

	Intesa	Unicredit	UBI	B. Pop.	MPS	Mediobanca	BPM	BPV	BPER	Credem	Iccrea	Veneto Banca	Totale
<b>GARANTITO</b>	37,7	45,5	13,9	7,6	14,9	2,8	5,4		3,7	2,7			134,2
Protetto	37,7	45,5	13,9	7,6	14,9	2,8	5,4		3,7	2,7			134,2
<b>ISTITUZIONALE</b>	78,3	56,8	6,7	6,6	10,7	9,3	2,4	6,0	0,5	0,2	1,8	2,6	181,9
Junior*	5,2	5,3		0,2	0,7		0,2					0,2	11,7
Subordinato*	15,8	9,8	0,8	1,7	2,9	0,1	1,2	0,6	0,4	0,2	0,1	0,9	34,5
senior	57,3	41,7	5,9	4,7	7,1	9,3	1,0	5,4	0,1		1,7	1,5	135,7
<b>ORDINARIO</b>	39,0	51,6	23,4	23,7	11,4	16,1	1,6	2,1	4,5	2,8	3,1	2,3	181,7
Junior		0,2			2,6								2,8
Subordinato	1,0	6,0	2,5	1,3		2,8		0,4	0,6	0,3	0,3		15,3
senior	38,0	45,4	20,9	22,4	8,8	13,3	1,6	1,7	3,9	2,5	2,8	2,3	163,6
<b>TOTALE</b>	154,9	153,9	44,1	37,9	36,9	28,3	9,4	8,1	8,6	5,8	4,9	4,9	497,8

Fonte: AIAF, CFA Society Italy, *BRRD e Bail-in. Implicazioni per l'analisi del settore finanziario e la tutela dell'investitore*, 2017, p. 58.

\* Circa i termini usati in questa tabella, le obbligazioni "subordinate" e "junior" sono titoli con un livello di protezione inferiore a quello delle partecipazioni "senior" (e complessivamente sono indicate genericamente come "strumenti subordinati"). Circa i dati qui riportati, la categoria di "subordinato" comprende gli strumenti subordinati con scadenza predefinita che, salvo in caso d'insolvenza o bail-in, non contribuiscono all'assorbimento delle perdite della banca emittente. Le obbligazioni "junior" comprendono invece gli strumenti ibridi (al confine tra obbligazioni e azioni), e le obbligazioni senza scadenza definita, e hanno un livello di protezione inferiore a quello dei titoli della categoria precedente, poiché possono contribuire all'assorbimento delle perdite e la banca emittente può decidere a propria discrezione di sospendere il pagamento delle cedole.

Nell'ultima sezione del presente lavoro si tornerà su queste cifre e si inquadreranno le conclusioni del presente studio nel corrente scenario fattuale.

## 2 La condivisione degli oneri ai sensi della Comunicazione sul settore bancario del 2013, requisiti di assoggettabilità al *bail-in* e requisiti MREL ai sensi della direttiva BRRD

### 2.1 La condivisione ai sensi della Comunicazione sul settore bancario del 2013

Con la Comunicazione del 2013 sull'applicazione dell'articolo 107, comma 3, lettera b) del TFUE al settore bancario,<sup>6</sup> la Commissione Europea ha chiarito che la banca che incorra in una carenza di capitale ricorrerà a eventuali aiuti di Stato solo

<sup>6</sup> Comunicazione della Commissione relativa all'applicazione, dal 1° agosto 2013, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria ("Comunicazione sul settore bancario") (2013/C 216/01), 30 luglio 2013.



dopo aver adottato ogni possibile misura per ridurre al minimo i costi generati da tale carenza, costi che possono comprendere le attività di raccolta del capitale condotte dalla banca, la condivisione degli oneri tra azionisti e *creditori subordinati* e le misure intese a evitare il deflusso di fondi dalla banca.

Sebbene la condivisione degli oneri fosse già stata integrata nella Comunicazione sul settore bancario del 2009,<sup>7</sup> l'aggiornamento del 2013<sup>8</sup> rafforza tale requisito.<sup>9</sup> Nelle prime fasi della crisi, infatti, gli Stati Membri si sono generalmente limitati al rispetto dei requisiti minimi stabiliti dalle norme in materia di aiuti di Stato per la condivisione degli oneri *ex ante*, e i creditori non erano tenuti a contribuire al salvataggio degli enti creditizi. Alcuni Stati Membri sono dovuti andare oltre i requisiti minimi stabiliti dalle norme in materia di aiuti di Stato, introducendo nuovi quadri giuridici per l'applicazione di requisiti di condivisione degli oneri più stringenti e da applicarsi *ex ante*;<sup>10</sup> tale sviluppo ha tuttavia portato ad approcci divergenti

- 7 Comunicazione della Commissione sul ripristino della redditività e la valutazione delle misure di ristrutturazione del settore finanziario nel contesto dell'attuale crisi in conformità alle norme sugli aiuti di Stato (2009/C 195/04), 19 agosto 2009. In modo molto generale, il punto 22 stabilisce quanto segue: "gli aiuti dovrebbero essere limitati al minimo necessario ed il beneficiario degli aiuti dovrebbe fornire un adeguato contributo proprio ai costi di ristrutturazione. *La banca e i detentori del suo capitale dovrebbero contribuire il più possibile alla ristrutturazione mediante le proprie risorse*".
- 8 Sostituisce in toto la Comunicazione sul settore bancario del 2008 e integra le altre norme in materia di crisi stabilite nella Comunicazione sulla ricapitalizzazione, nella Comunicazione sulle attività deteriorate e nella Comunicazione sulla ristrutturazione. *L'articolo 107 del TFUE stesso dà margine d'azione alla Commissione perché essa proceda ad adattare la politica in materia di aiuti di Stato, quando i tempi si facciano difficili*, in modo che quando necessari e adeguati ad affrontare i fallimenti del mercato, gli aiuti di Stato siano considerati compatibili con il mercato comune (cfr. articolo 107, comma 3 lettera b) secondo il quale gli aiuti destinati "a porre rimedio a un grave perturbamento dell'economia di uno Stato Membro" "possono considerarsi compatibili con il mercato interno"). La Commissione Europea dispone di un ampio potere discrezionale in tale valutazione di compatibilità, ma le sue decisioni sono soggette a riesame da parte della CGUE. Tale valutazione deve comportare "l'apprezzamento e il bilanciamento di diversi elementi di natura economica e sociale all'interno di un contesto paneuropeo" (Conclusioni dell'Avvocato Generale Wahl nella causa C-526/14, *Kotnik*, 18 febbraio 2016). Il quadro sviluppatosi con l'interpretazione dell'articolo 107, comma 3, lettera b) è stato esplicitamente pensato come una risposta temporanea alla crisi. Ancora, si continua ad applicare in forma rivista, con la motivazione che "persistono una forte pressione sui mercati finanziari e il rischio di più ampi effetti di ricaduta negativi" (Comunicazione sul settore bancario della CE, 2013, commi 4 e 6) e gli interventi di Stato possono essere ancora necessari per stabilizzare il settore bancario, pur essendo ormai superata la fase peggiore della crisi. Così, la Commissione sembra disposta ad approvare le misure nazionali di sostegno, per motivi di stabilità finanziaria. L'obiettivo della stabilità finanziaria può giustificare l'accesso di un istituto finanziario agli aiuti di Stato, ma richiede anche che gli aiuti siano concessi solo dopo l'adeguato contributo degli stakeholder interni alla banca, e che si limitino allo stretto necessario. Un'interpretazione in qualche misura flessibile del potere discrezionale della Commissione può tuttavia giustificare l'estesa ricapitalizzazione preventiva delle banche deboli, senza ricorso al *bail-in*, se il sistema bancario di un determinato Stato Membro è ampiamente sottocapitalizzato e non vi sono fonti private di capitale che possano porre rimedio alla situazione. Su questi punti si veda, tra gli altri: S. Micossi, G. Bruzzone, M. Cassella, *Fine-Tuning the Use of Bail-in to Promote a Stronger EU Financial System*, CEPS Special Report No 136, April 2016; C. Hadjiemmanuil, *Limits on State-funded Bailouts in the EU Bank Resolution Regime*, EBI Working Paper Series 2017, No. 2.
- 9 Il punto 13 della Comunicazione sul settore bancario del 2013 recita: "L'adeguamento delle comunicazioni legate alla crisi può inoltre garantire una ristrutturazione più incisiva e una maggiore condivisione degli oneri per tutte le banche che beneficiano di aiuti di Stato in tutto il mercato unico", e il punto 41 recita, più specificamente: "Un'adeguata condivisione degli oneri comporterà di norma, una volta che le perdite saranno state in primo luogo assorbite dal capitale, contributi da parte di detentori di capitale ibrido e di debito subordinato. I detentori di capitale ibrido e di debito subordinato devono contribuire a ridurre la carenza di capitale nella massima misura possibile. Tali contributi possono assumere la forma di una conversione in capitale di base di classe 1 o di una riduzione di valore del capitale degli strumenti." Per approfondimenti cfr. C. Hadjiemmanuil, *Limits on state-funded bailouts in the EU bank resolution regime*, cit.; S. Micossi, G. Bruzzone, M. Cassella, *Bail-in Provisions in State Aid and Resolution Procedures: Are they consistent with systemic stability?*, cit.
- 10 In un certo numero di casi si è proceduto al *bail-in* dei creditori (o almeno, di alcune categorie di creditori). Cipro lo ha applicato nel contesto del pacchetto per la gestione delle difficoltà di Bank of Cyprus e di Laiki, con il *bail-in* dei

nell'impostazione transfrontaliera di tali requisiti in Europa, evidenziando differenze nei costi di finanziamento delle banche, dipendenti dalla probabilità che *bail-in* sia percepito come correlato alla posizione fiscale/finanziaria di uno Stato oppure di un altro.<sup>11</sup> Una volta rilevate tali incongruenze, si è ritenuto necessario affrontarle al fine di garantire condizioni eque nel mercato unico, in modo tale da poter anche preservare con maggiore efficacia la stabilità finanziaria del sistema. Con l'ampliamento dei requisiti sulla condivisione degli oneri introdotto dalla nuova Comunicazione, gli azionisti e i detentori di titoli di debito subordinato di una banca che si trovino in carenza di capitale dovranno ora contribuire direttamente prima che si possa ricorrere alla ricapitalizzazione pubblica.

Più in particolare, la regola della condivisione degli oneri implica che le perdite siano assorbite innanzitutto dal capitale proprio e successivamente dal capitale ibrido e dagli strumenti di debito subordinato - senza contributi da parte di detentori di titoli di debito *senior* - con una conversione dei crediti in capitale o svalutazione del capitale degli strumenti. Tali misure sono intese a garantire che le banche in dissesto, insieme con i loro investitori, prendano tutte le misure necessarie a ridurre la carenza, raccogliendo capitale e raccogliendo contributi dai creditori subordinati. Misure di questo tipo sono infatti in grado di limitare la quantità di aiuti di Stato di cui la banca abbisognerebbe.

Le ricapitalizzazioni e le altre misure a fronte di attività deteriorate soggette alla Comunicazione saranno considerate compatibili con la predetta linea d'azione solamente se lo Stato Membro interessato sarà in grado di dimostrare di aver effettivamente tentato tutto il possibile per ridurre al minimo la necessità di aiuti di Stato. La condivisione degli oneri relativi alle perdite è uno dei mezzi principali per garantire la validità delle azioni compiute.

La Comunicazione sul settore bancario riconosce che le condizioni per l'applicabilità della regola della condivisione degli oneri possa essere limitata in presenza di taluni principi fondamentali. Bisogna innanzitutto rispettare i diritti fondamentali e comunque procedere con misure di salvaguardia e di scorporo: esistono cioè casi in cui possono introdursi deroghe specifiche volte a tutelare da conseguenze non intenzionali. Il punto 46 della Comunicazione sugli aiuti di Stato prevede una particolare tutela dei diritti dei creditori subordinati: questi ultimi infatti "non dovrebbero pertanto ricevere, in termini economici, meno di quanto sarebbe stato valutato il loro strumento in caso di mancata concessione di aiuti di Stato."

depositanti non assicurati in seguito all'adozione *ad hoc*, nel 2013, di una norma in materia di risoluzione modellata sulla BRRD, che all'epoca era ancora in fase di negoziazione; diverse banche greche hanno offerto la conversione di strumenti aggiuntivi di classe 1 di classe 2 detenuti da loro investitori in strumenti CET1 di nuova emissione nel periodo tra il 2010 e il 2015; nel 2013 i Paesi Bassi sono andati oltre i requisiti minimi degli aiuti di Stato con la nazionalizzazione e il *bail-in* di tutti gli azionisti e gli obbligazionisti subordinati di SNS Real; in Spagna, il quadro giuridico nazionale sviluppato tra il 2012 e il 2013 prescrive l'obbligo di condivisione degli oneri e la riduzione del sostegno pubblico agli istituti finanziari in dissesto, il che implica il *bail-in* dei detentori di debito subordinato, come accadde tra il 2009 e il 2013 con il programma di assistenza al settore finanziario spagnolo.

<sup>11</sup> Come recita il punto 18 della Comunicazione sul settore bancario del 2013, tali differenze rappresentano "una minaccia per l'integrità del mercato unico e mettono in pericolo le condizioni di parità che il controllo degli aiuti di Stato mira a tutelare".

La richiesta della Comunicazione che gli azionisti contribuiscano all'assorbimento delle perdite nella stessa misura in cui vi contribuirebbero in assenza di aiuti di Stato (come si vedrà in seguito) non lede i diritti di proprietà dei detentori<sup>12</sup> sui titoli in loro possesso, che sono trattati come lo sarebbero in una normale procedura di insolvenza. Ciò vale anche e in particolare per i crediti vantati dai detentori del debito: questi ultimi non sono più svantaggiati di quanto non lo sarebbero in una normale procedura d'insolvenza e agli investitori della medesima classe è garantita parità di trattamento nell'applicazione della conversione e svalutazione delle obbligazioni per il *bail-in*. In tali casi, la svalutazione dei titoli degli investitori non richiede necessariamente una compensazione positiva per controbilanciare la presunta rinuncia al diritto di proprietà, poiché il valore stesso degli strumenti interessati si riduce, fino a diventare nullo in alcuni casi, a causa del dissesto della banca.<sup>13</sup> Ancora, come si vedrà in seguito, questa ipotesi comporta un esercizio controfattuale circa la via non intrapresa, che presenta importanti difficoltà. Nell'apposita sezione si procederà alle dovute considerazioni in merito.

La Comunicazione sul settore bancario prevede anche un'altra eccezione che consente la deroga all'obbligo legale di condivisione degli oneri, ossia quando l'attuazione di tali misure possa pregiudicare la stabilità finanziaria o produrre risultati sproporzionati (punto 45).

## 2.2 Strumenti ammissibili al *bail-in* ai sensi della direttiva BRRD

Come già la Comunicazione del 2013, anche la Direttiva sul risanamento e la risoluzione degli enti creditizi (*Bank Recovery and Resolution Directive, BRRD*)<sup>14</sup> risponde alla necessità di evitare ai banchieri l'azzardo morale insito negli interventi di *bail-out* pubblico: proprio a tal fine, l'eventuale ricorso a forme straordinarie di sostegno finanziario pubblico comporta normalmente una certa misura di condivisione degli oneri (e dell'assorbimento delle perdite) da parte di azionisti e creditori, secondo la priorità dei loro crediti al pari di quanto avviene in una normale procedura di insolvenza. La direttiva attualmente conferisce alle autorità di risoluzione dell'UE importanti poteri di svalutazione e di conversione in capitale (totale o parziale) e, in caso di adozione di misure di risanamento o risoluzione, riconosce loro anche il potere di sospendere, emendare, trasferire o altrimenti modificare una gamma di passività ammissibili dell'istituto interessato; ciò al fine di assicurare che le perdite gravino innanzitutto sugli azionisti e sui creditori e non sui contribuenti.

12 Come stabilito dall'articolo 17(1) della Carta.

13 Per una discussione dettagliata su questo punto cfr. G. Guizzi, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, *Il Corriere Giuridico*, 2015, 32(12), p. 1485-1494.

14 Direttiva 2014/59/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014. Per un primo commento ufficiale (la letteratura accademica in materia è ormai molto vasta), cfr. World Bank Group, *Understanding Bank Recovery and Resolution in the EU: a Guidebook to the BRRD*, aprile 2017.

Nella zona euro, ai sensi del Regolamento n. 806/2014, il Comitato di risoluzione unico (*Single Resolution Board, SRB*)<sup>15</sup> può ordinare la riduzione in valore o la conversione in capitale del valore nominale di un'ampia gamma di passività non garantite di banche in fase di risoluzione. Lo strumento del *bail-in* serve a ricapitalizzare la banca in risoluzione o a ottenere capitali che possono essere immediatamente disponibili per supportare una banca-ponte, ciò quando la liquidazione non sia possibile o auspicabile a causa degli effetti negativi che un fallimento sortirebbe sul sistema finanziario.

In linea di principio tutte le passività di una banca sono ammissibili al *bail-in*, salvo quando espressamente escluso dal Regolamento in materia di Meccanismo di risoluzione unico (*Single Resolution Mechanism, SRM*) o dalla direttiva BRRD, in modo da assicurare che la portata dello strumento di *bail-in* sia quanto più ampia possibile e possa quindi garantire un'adeguata capacità di assorbimento delle perdite, applicando al contempo ai creditori alla disciplina del mercato.

L'articolo 48 della BRRD stabilisce la sequenza di attuazione della svalutazione e della conversione delle passività nel quadro della procedura di risoluzione. Tale sequenza prevede che gli strumenti di capitale, come definiti dal Regolamento 575/2013/UE (CRR), siano i primi ad assorbire le perdite, prima del ricorso a qualsiasi altra passività. L'articolo 60 della medesima direttiva prevede disposizioni analoghe per la svalutazione o conversione degli strumenti di capitale al raggiungimento del cosiddetto "punto di insostenibilità" (*potere di conversione al punto di insostenibilità*). Più specificamente, la BRRD prescrive la svalutazione o conversione del capitale e degli strumenti di debito dell'ente di cui si avvia la risoluzione, secondo un meccanismo di assorbimento delle perdite strutturato a cascata che coinvolge, nell'ordine, gli elementi seguenti: (1) elementi di capitale primario di classe 1; (2) strumenti aggiuntivi di classe 1; (3) strumenti di classe 2; (4) altre forme di debito subordinato non costituenti capitale di classe 1 né di classe 2, secondo la gerarchia dei crediti in caso d'insolvenza ai sensi della legislazione nazionale; (5) passività ammissibili, secondo l'ordine gerarchico dei crediti in caso d'insolvenza ai sensi della legislazione nazionale; (6) la parte dei depositi di persone fisiche, microimprese e piccole e medie imprese eccedente l'importo dei depositi protetti.

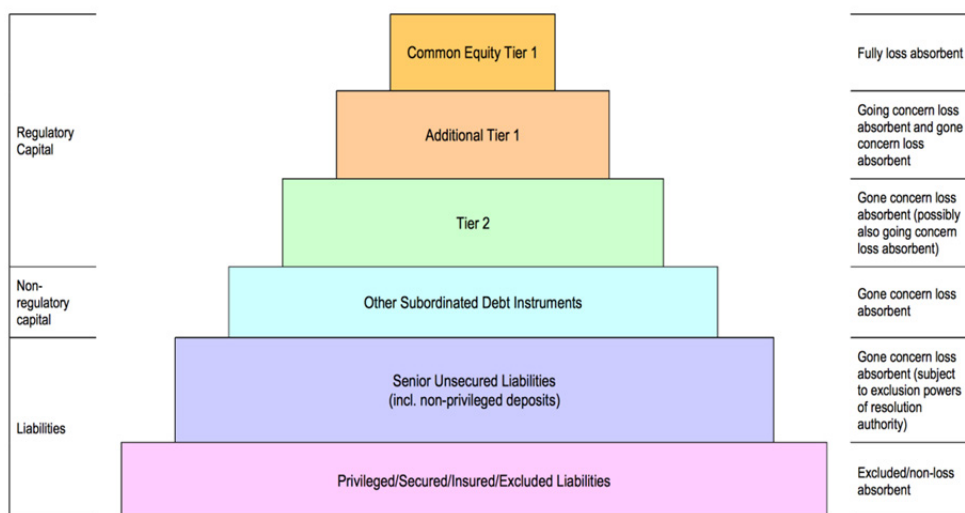
In particolare, per i depositi protetti, cioè fino a 100.000 euro, subentra il regime di garanzia dei depositi (*Deposit Guarantee Scheme, DGS*).

In generale, i crediti del medesimo rango vanno ridotti *pari passu* e si applica il principio secondo cui nessun creditore può essere svantaggiato ("*no creditor worse off*")<sup>16</sup>. I creditori non subiranno perdite maggiori di quelle che subirebbero in caso di una normale procedura d'insolvenza per l'ente, pertanto hanno anche diritto a una (eventuale) compensazione della differenza.

15 Stabilito in conformità con il Regolamento (CE) n. 806/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 luglio 2014. Entro il quadro del Meccanismo di risoluzione unico (*Single Resolution Mechanism, SRM*), l'SRB è stato dotato di un potere centralizzato di risoluzione al pari delle autorità di risoluzione nazionali.

16 Sancito dall'articolo 34, comma 1, lettera g) della BRRD.

Figura 8 – Strategie di risoluzione e impatti di controparte



Fonte: Morrison & Foerster, *Ending Too Big To Fail: Resolution Strategies and Counterparty Impacts*, IFLR webinar, 8 giugno 2016.

Quando un ente finanziario è posto in risoluzione, i relativi 'fondi propri' e le passività ammissibili costituiscono la sua principale forma di finanziamento. Il loro contributo deve ammontare a non meno dell'8% delle passività totali della banca. Solo allora si potrà attingere al Fondo di risoluzione unico, per coprire un fabbisogno di capitale non superiore al 5% del totale delle passività della banca in fase di risoluzione.<sup>17</sup>

Si noti tuttavia che la reale determinazione delle risorse private che assorbiranno le perdite della banca dipenderà dalle scelte sia delle istituzioni europee sia del legislatore nazionale. Con la definizione delle passività ammissibili, la legislazione dell'UE fissa condizioni ragionevolmente paritarie, a contrasto dell'arbitraggio normativo e dei comportamenti opportunistici nella formazione di contratti di titoli, senza tuttavia conseguire una piena uniformità.

Per alcuni titoli specifici, l'Autorità Bancaria Europea (EBA, *European Banking Authority*) ha elaborato delle linee guida <sup>18</sup> volte ad assistere le autorità di risoluzione come anche le banche, gli investitori e gli altri *stakeholder* nella determinazione del trattamento più adeguato per le diverse e specifiche categorie di obbligazioni nei casi più complessi. Tali linee guida sono da applicarsi in caso di ambiguità circa la classificazione di uno specifico strumento in termini di ammissibilità al *bail-in*, al fine di verificare adeguatamente come tale strumento si inserisca nella sequenza di svalutazione o conversione, con particolare attenzione a come la classificazione dello strumento ai sensi della BRRD corrisponda al trattamento prudenziale per esso

17 Diversamente dalla BRRD, il Regolamento SRM non prevede la possibilità di richiedere direttamente misure di finanziamento alternative a seguito dell'assorbimento dell'8% della perdita totale.

18 Cfr. EBA, Final Guidelines concerning the interrelationship between the BRRD sequence of write down and conversion and CRR/CRD, 5 aprile 2017.

previsto dal Regolamento CRR/CRD IV.<sup>19</sup> Le linee guida consistono in alcune regole generali sempre applicabili e nella discussione della loro applicazione in casi specifici riguardanti particolari tipi di strumenti. Vi sono due norme generali:

- a) nell'applicare lo strumento di *bail-in* o il *potere di conversione al punto di insostenibilità* (salvo in caso di deroga ai sensi dell'articolo 38 della BRRD), l'autorità di risoluzione tratterà equamente gli strumenti di capitale appartenenti al medesimo rango per l'insolvenza, a prescindere dalle altre caratteristiche e qualità che li distinguano l'uno dall'altro;
- b) agli strumenti parzialmente compresi nel computo dei fondi propri si applica lo stesso trattamento utilizzato per gli strumenti interamente compresi in tale computo.

Inoltre, gli strumenti aggiuntivi di classe 1 che beneficiano di diritti di *grandfathering* ai sensi dell'articolo 52 del CRR<sup>20</sup> saranno trattati come gli strumenti aggiuntivi di classe 1 che soddisfano tutte le condizioni fissate dal CRR. Analogamente, gli strumenti di classe 2 solo parzialmente compresi nel computo dei fondi propri in quanto soggetti al regime di ammortamento di cui all'articolo 64 del CRR saranno trattati come strumenti di classe 2 interamente compresi nel calcolo dei fondi propri.

Le regole descritte in dette linee guida hanno il loro fondamento nei principi di risoluzione enunciati nell'articolo 34 della BRRD. Secondo tali principi, oltre alle disposizioni specifiche dell'articolo 48, le autorità di risoluzione devono anche assicurare che gli azionisti siano i primi a sostenere le perdite e che i creditori siano trattati in modo equo e pertanto sostengano le perdite secondo l'ordine di priorità in caso di insolvenza,<sup>21</sup> rispettando il principio secondo cui nessun creditore può essere svantaggiato ("*no creditor worse off*", *NCWO*). Un limite fondamentale all'esercizio dell'armonizzazione risiede proprio nella definizione della gerarchia delle priorità in caso di insolvenza, una questione impostata in modo uniforme. La situazione è complicata dal fatto che l'articolo 43 della BRRD fornisce un lungo elenco di passività escluse dal *bail-in*, il che invita immediatamente i creditori ad appellarsi all'esclusione delle loro passività dal *bail-in* anziché alla loro posizione nell'ordine gerarchico.

Un'altra importante eccezione all'obbligatorietà delle disposizioni sul *bail-in* per tutti i creditori, oltre alla specifica esclusione dei titolari di depositi protetti, è la possibilità per le autorità di risoluzione di esercitare il proprio potere discrezionale per schermare dal *bail-in* alcune categorie di creditori.<sup>22</sup> Tale potere discrezionale, al

19 L'Autorità bancaria europea ha emesso dette linee guida ai sensi dell'articolo 48, comma 6 della BRRD.

20 Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013. Le condizioni di *grandfathering* per gli strumenti emessi prima dell'introduzione del CRR sono indicate nell'articolo 483 del medesimo Regolamento. Tali strumenti beneficeranno di dette garanzie per il periodo transitorio dal 1° gennaio 2014 al 31 dicembre 2017, "al fine di garantire un'adeguata continuità nel livello di fondi propri", come al considerando 78 del CRR.

21 Salvo quando diversamente previsto dalla BRRD.

22 Potere discrezionale concesso dalla BRRD, considerando 72, e dal Regolamento SRM, considerando 77. In questo senso hanno agito Germania e Italia. In Germania, il legislatore ha proposto di subordinare le obbligazioni della banca in caso di insolvenza. La bozza di "Legge sul meccanismo di risoluzione" (*Abwicklungsmechanismusgesetz*)



pari delle sopra citate eccezioni legali, può impattare sulla svalutazione del debito imposta ai creditori, peggiorandone la posizione e potenzialmente cozzando con il principio di non discriminazione.<sup>23</sup> Questo è il motivo per cui, nel definire i requisiti MREL, le autorità di risoluzione devono provvedere a che, "se un ammontare consistente di passività di una data classe d'insolvenza è escluso dal *bail-in* in via obbligatoria o facoltativa, l'esclusione non produca passività dello stesso rango o di rango più elevato che comportino perdite superiori a quelle che si riporterebbero in caso di insolvenza, in quanto ciò verrebbe a costituire un impedimento alla possibilità di risoluzione" (considerando 4, Regolamento delegato 2016/1450, discusso di seguito).

È possibile un'altra eccezione al trattamento *pari passu*, senza pregiudizio al principio NCWO, con le categorie di passività ammissibili escluse dalla cascata della risoluzione ai sensi dell'articolo 44, comma 3 della BRRD, a condizione che si soddisfino determinate condizioni. Ciò quando alcune particolari passività non possano essere oggetto di *bail-in* entro un lasso di tempo ragionevole, quando ciò sia necessario a garantire le funzioni essenziali o quando il *bail-in* di tali passività possa provocare un contagio esteso o un'importante distruzione di valore.

Le eccezioni giuridiche al *bail-in*, comprese le passività detenute da specifiche categorie di creditori, sono disciplinate dalle leggi degli Stati Membri<sup>24</sup> o dei paesi terzi,<sup>25</sup> come da articolo 44, comma 2 della BRRD,<sup>26</sup> e riguardano: a) i creditori

prevede la subordinazione giuridica di specifici strumenti di debito *senior* non garantiti emessi dagli istituti di credito CRR e società d'investimento CRR tedeschi. Le modifiche proposte riguardano le sezioni 46f, punti da (5) a (8), della legge bancaria tedesca (*Kreditwesengesetz*), stabilendo che tali strumenti di debito siano subordinati per effetto di legge agli altri debiti bancari non garantiti in caso d'insolvenza, ma che rimangano di rango più elevato rispetto a ogni eventuale debito altrimenti subordinato per effetto di legge o di disposizioni contrattuali. In Italia è stata avanzata la proposta di procedere a depositi privi della protezione giuridica "super senior". Anziché adottare l'approccio tedesco e prevedere la subordinazione giuridica del debito bancario *senior* non garantito, le norme italiane modificano la gerarchia dei crediti nelle procedure di insolvenza bancaria (liquidazione coatta amministrativa) rendendo *senior* rispetto al debito non garantito della banca quei depositi non contemplati dall'articolo 108 della BRRD. In caso di insolvenza, detti "altri depositi" (compresi quelli dei clienti *corporate*) saranno di rango superiore rispetto agli altri debiti non garantiti, subito dopo i depositi protetti, i regimi di garanzia dei depositi e la parte dei depositi ammissibili di singoli privati e PMI eccedente i 100.000 euro, che beneficiano del trattamento preferenziale di cui all'articolo 108 della BRRD.

- 23 La decisione della Corte costituzionale austriaca sul caso *Hypo Alpe Adria* (e la creazione della *bad bank* "HETA") evidenzia chiaramente come la parità di trattamento per i creditori della stessa categoria di investimento è uno dei requisiti necessari per una valutazione positiva della legittimità del procedimento di risoluzione. Di nuovo, per un'analisi completa cfr. G. Guizzi, *Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?*, cit., p. 1485-1494.
- 24 Alcuni Stati Membri dell'UE hanno modificato la propria legislazione in materia fallimentare per assicurare che le obbligazioni *senior* siano classificate come *junior* per le passività non garantite. Per esempio, l'articolo L613-30-3-I-4 del Codice monetario e finanziario francese introduce nella gerarchia dell'insolvenza, a livello nazionale, il nuovo rango "senior non privilegiato", con il rango *senior* per il capitale regolamentare e il debito subordinato, e il rango *junior* per le passività ordinarie non garantite; l'introduzione del nuovo rango è stata accolta con favore dalla BCE (Parere del 23 febbraio 2016, CON/2016/7). Tale modifica è abbastanza vicina ai requisiti previsti dalla proposta di modifica della BRRD avanzata dalla Commissione il 23 novembre 2016. In Italia, l'Associazione Bancaria Italia (ABI) invoca per le banche un periodo transitorio per computare le obbligazioni bancarie *senior* già emesse (fino al 2016) tra le passività da considerare ai fini del MREL, escludendo tuttavia dal *bail-in* le obbligazioni *senior* detenute dagli investitori ordinari (cfr. le dichiarazioni di Giovanni Sabatini di ABI in *IlSole24Ore*, 6 agosto 2017). Diversamente, i crediti del medesimo rango deve essere svalutati o convertito *pari passu*, come confermato dalla sentenza *Hypo Alpe Adria (Heta)*, che stabilisce l'illegittimità del diverso trattamento riservato agli investitori subordinati sulla base delle diverse scadenze dei loro titoli.
- 25 Per i contratti di titoli disciplinati dalla legislazione di un paese terzo, vi è il rischio dell'impugnabilità, ai sensi di tale legislazione, dell'efficacia di uno strumento di risoluzione. Per contrastare tale rischio, alle parti di un contratto disciplinato dalla legislazione di un paese terzo la BRRD impone unicamente di concordare clausole di *bail-in*. Il

garantiti;<sup>27</sup> b) i "creditori protetti", quali i titolari di depositi protetti, passività verso dipendenti, passività da partecipazione all'attivo o al capitale dei clienti, protetti ai sensi della legislazione nazionale in materia di insolvenza; c) detentori passività verso enti con scadenza originaria inferiore a sette giorni, salvo in caso di passività infragrupo. Sebbene ogni eccezione possa trovare chiara giustificazione in un contesto d'insolvenza o in una prospettiva di stabilità finanziaria, il lungo elenco delle eccezioni porterà i creditori ad adottare comportamenti strategici per poter collocare le proprie passività tra quelle oggetto di eccezione; in casi limite potranno inoltre nascere problemi d'interpretazione, poiché sarà difficile comprendere quali principi si debbano utilizzare per colmare il divario.

L'unica eccezione alla regola secondo cui l'eventuale sostegno finanziario straordinario deve necessariamente comportare la svalutazione o la conversione dei relativi strumenti di capitale si ha nel caso della ricapitalizzazione cautelativa, fatte salve le condizioni di cui all'articolo 32, comma 4, lettera d) della BRRD. In particolare, tale eccezione si applica quando l'ente in questione è solvente e le iniezioni di capitale o l'acquisto degli strumenti interessati ai fini del salvataggio dell'ente hanno luogo a prezzi e condizioni tali da non produrre vantaggi per l'ente.<sup>28</sup>

Secondo le finalità del nuovo quadro normativo per la risoluzione bancaria, gli aiuti di Stato sono concepiti come l'ultima opzione, cui ricorrere unicamente in circostanze davvero eccezionali. Un esempio è il ricorso agli strumenti di sostegno pubblico al capitale e alla proprietà pubblica, che rientrano nella categoria degli strumenti pubblici di stabilizzazione finanziaria di cui nello specifico all'articolo 56 della BRRD. Su queste basi, le autorità di risoluzione con questi strumenti hanno la possibilità di ricercare finanziamenti alternativi in caso di una crisi sistemica, che si qualifica come situazione straordinaria, a condizione che si sia ottenuto il contributo dell'8% e che lo strumento della stabilizzazione finanziaria sia autorizzabile ai sensi delle norme sugli aiuti di Stato. In questo senso è chiaro che non si tratta di uno strumento di risoluzione in sé, quanto piuttosto di un'alternativa al ricorso a meccanismi di risoluzione finanziaria. *Su questo punto si rileva un'incongruenza dovuta dal mancato riferimento, nel Regolamento di SRM, alla disponibilità di strumenti di*

Financial Stability Board (FSB) ha evidenziato l'importanza di definire clausole contrattuali che riconoscano l'efficacia delle azioni di risoluzione adottate nella giurisdizione in cui è costituita la società, in modo da ridurre la probabilità che le parti impugnino l'efficacia delle azioni di risoluzione, avendole esse concordate preventivamente in sede di stipula del contratto. Per una riconsiderazione, si veda la revisione della BRRD, in particolare con riferimento all'articolo 55, come proposta dalla CE il 23 novembre 2016 [COM(2016)852]. Secondo detta proposta, l'autorità di risoluzione, quando determini che ciò non pregiudichi la risolvibilità della banca, oltre che per motivi di impraticabilità legale, contrattuale o economica di dette clausole per alcune passività, può concedere deroga all'obbligo degli istituti di prevedere clausole di riconoscimento del *bail-in* nei contratti o altri strumenti disciplinati dalle leggi di un paese terzo. In tal caso le passività interessate non devono considerarsi ai fini del MREL e vanno classificate come *senior* per le passività ammissibili al MREL.

26 Corrispondente all'articolo 27, comma 3, lettere da a) a g) dell'SRMR.

27 L'articolo 44, comma 2 della BRRD prescrive che la parte di passività eccedente la copertura di sicurezza rimanga ammissibile al *bail-in*.

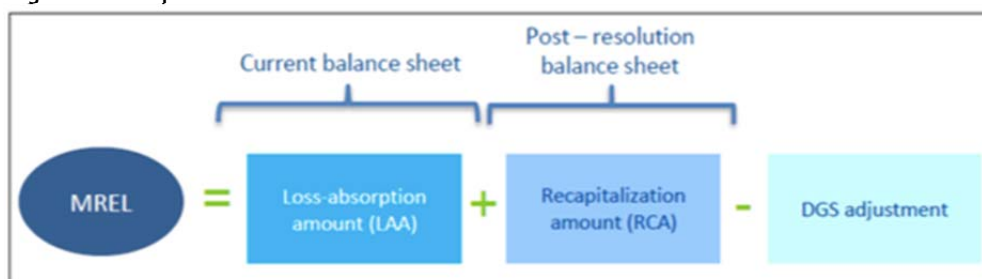
28 Circa le preoccupazioni per un'implementazione lassista di questo requisito nel caso MPS, cfr. M.Götz, J.P. Krahn, T. Tröger, *The Looming Risks for Banking Policy in the Rescue of Monte Paschi di Siena*, SAFE Policy Letter No. 54, pubblicato anche in *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 3 febbraio 2017.

stabilizzazione finanziaria pubblici.<sup>29</sup> Si noti che questa particolare opzione si differenzia dalle eccezioni di cui all'articolo 32, comma 4, lettera d) della direttiva, eccezioni per cui si contempla che gli aiuti di Stato siano esterni e indipendenti dalla procedura di risoluzione.

### 2.3 Il MREL (requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili) ai sensi della BRRD e la TLAC (capacità di assorbimento totale delle perdite) ai sensi del Term-Sheet del Consiglio per la stabilità finanziaria (FSB).

Per garantire l'efficacia del *bail-in* e degli altri strumenti di risoluzione, va curata la corretta strutturazione degli enti, in modo da limitare il rischio di contagio o di "corsa agli sportelli" (*bank run*) in caso di conversione e svalutazione. A tal fine la BRRD dispone che gli enti soddisfino costantemente un robusto "requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili" (*Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities*, MREL). Tale requisito è espresso in percentuale sul totale delle passività e dei fondi propri (*Total Liabilities and Own Funds*, TLOF) dell'ente, con un valore che è specifico del singolo ente e non è pertanto determinato direttamente dalla BRRD: spetta infatti all'EBA definire i criteri per la sua determinazione da parte delle autorità di risoluzione, per mezzo di appositi standard tecnici di regolamentazione.<sup>30</sup>

Figura 9 – Composizione del MREL



I requisiti MREL idealmente mirano a garantire che, in uno scenario di risoluzione, la svalutazione e la conversione delle risorse interne dell'azienda (capitale e debito ammissibile compresi) sia sufficiente a compensare le perdite maturate, nonché a ricapitalizzare l'ente finché esso non recuperi la conformità ai livelli di capitale obbligatori (artt. 43, 45-49 BRRD).

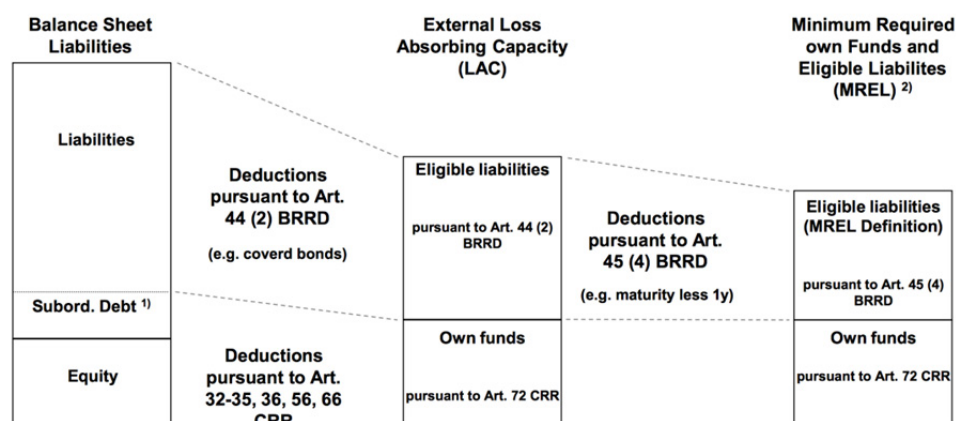
29 L'articolo 6, comma 6 del Regolamento SRM dispone che la Commissione e il Consiglio non forniscano un sostegno finanziario pubblico straordinario né interferiscano con la sovranità e le competenze degli Stati Membri in materia di bilancio. Su questo punto, cfr. A. Gardella, *Bail-in and the Two Dimensions of Burden-Sharing*, ECB Legal Conference 2015, in particolare pp. 211-213.

30 BRRD, articolo 45, comma 2.

Tali prerequisites dovrebbero garantire che gli azionisti e i creditori sostengano le perdite a prescindere dallo strumento di risoluzione utilizzato, sia esso il *bail-in* o una banca-ponte. In questo modo, il MREL assicura una sufficiente capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione, consentendo un'ordinata attuazione della risoluzione e agevolando la continuità delle funzioni essenziali della banca, senza ricorso a fondi pubblici. Le passività ammissibili al MREL sono individuate dall'articolo 45, comma 4 della BRRD, come segue: a) lo strumento è emesso e interamente versato; b) non è dovuto all'ente stesso e non è coperto da nessun tipo di garanzia fornita dall'ente stesso; c) non è stato finanziato dall'ente direttamente né indirettamente; d) ha una durata residua di almeno un anno; e) non risulta da un derivato; f) non risulta da un deposito che gode della preferenza nella gerarchia della procedura di insolvenza.

Pertanto, dai computi MREL sono escluse, in primo luogo, le passività esentabili dal *bail-in*, ai sensi dell'articolo 44, comma 2 della BRRD; in secondo luogo, le esenzioni *ad hoc* ai sensi dell'articolo 44, comma 3 della BRRD, se predeterminate nel piano di risoluzione.<sup>31</sup> È opportuno notare che questo elemento discrezionale nell'esclusione di alcuni titoli dal *bail-in* potrebbe potenzialmente rovesciare i computi del MREL, poiché la BRRD non è chiara nel distinguere tra i titoli che sono sempre ammissibili al *bail-in* e quelli che non lo sono. Ciò potrebbe inoltre indurre a fare affidamento, in modo imprevisto, su alcuni strumenti per la risoluzione a discapito di altri.

Figura 10 - Il MREL e capacità di assorbimento delle perdite



Fonte: C. Schiele, *Forms of external MREL/TLAC and sequencing of write down*, World Bank Conference (Vienna, 19 aprile 2017).

Per quanto concerne le banche a rilevanza sistemica di livello globale (G-SIB), il Consiglio per la stabilità finanziaria (*Financial Stability Board*, FSB) ha introdotto un ulteriore requisito che si applica alle G-SIB considerate "troppo grandi per fallire". Tale requisito mira a rafforzare il capitale di tali enti creditizi e fa

31 BRRD, articolo 45, comma 6, lettera c).

leva sui rapporti, in modo da garantire la conservazione delle funzioni essenziali di dette banche senza minacce alla stabilità finanziaria sistemica e senza ricorso a un ulteriore supporto da parte dei contribuenti. Il requisito minimo TLAC (*Total-Loss Absorbing Capacity*) deve essere soddisfatto, in larga misura, con risorse costituite dal capitale regolamentare o da passività a lungo termine non garantite<sup>32</sup> (debito subordinato e *senior*), particolarmente adatte ad assorbire le perdite. Ciò implica l'esclusione di alcune passività, come i depositi protetti e a breve termine, i derivati, le note strutturate e le passività non privilegiate o passività garantite, che non possono essere ammesse al *bail-in* senza il rischio materiale di accoglimento delle richieste di indennizzo o di altre controversie giuridiche, e pertanto non possono concorrere al raggiungimento del minimo richiesto. Per lo stesso motivo, le passività ammissibili al TLAC devono essere subordinate alle passività escluse, mediante inclusione in un rango *junior* ai sensi della legislazione nazionale in materia di insolvenza.

Le passività escluse dai computi del TLAC sono le seguenti: a) depositi assicurati ; b) depositi a vista o a breve termine; c) passività derivanti da derivati; d) passività extracontrattuali; e) passività privilegiate su debito *senior* non garantito ai sensi della legislazione in materia di insolvenza; f) passività che beneficiano di esenzioni giuridiche dal *bail-in* o che non possono essere ammesse al *bail-in* senza il rischio di materiale di ricorsi in sede giurisdizionale e di accoglimento di richieste di indennizzo.

Analogamente a quanto raccomandato per la norma TLAC del Consiglio per la stabilità finanziaria, l'EBA ha invocato l'esclusione del capitale proprio dal novero dei titoli utili al computo del MREL e al contempo la costituzione di riserve di capitale che possano svolgere la funzione attesa.<sup>33</sup> Due sono le ipotesi su come conseguire detto obiettivo, cioè l'accumulo di riserve di capitale oltre i requisiti MREL, oppure la trattazione parallela dei due ambiti. Ciò ha ovviamente delle conseguenze sulla determinazione della quantità dei fondi aggiuntivi richiesti dal MREL e dal TLAC, per la maggior parte delle banche europee.

Vi sono differenze e sovrapposizioni tra TLAC e MREL. Andrew Gracie si è espresso molto chiaramente su questo punto:

"Si è detto molto sulle differenze tra MREL e TLAC, ovvero: (1) Il TLAC fissa uno standard globale per le G-SIB, mentre il MREL è per tutte le banche e le imprese di investimento dell'UE. (2) Il TLAC descrive un requisito minimo per il Pilastro 1, mentre il MREL è definito dall'autorità di risoluzione per ogni singola banca, sulla base di un piano di risoluzione. (3) Il requisito TLAC è definito in termini di attività ponderata per il rischio (*Risk Weighted Assets*, RWA) e di effetto leva, mentre il MREL formalmente è definito in relazione al totale di passività e fondi propri. (4) La consultazione del Consiglio per la stabilità finanziaria specifica il quantum e la qualità del TLAC necessari a una G-SIB e indica come distribuire il TLAC all'interno di gruppi. Diversamente, la BRRD prevede

32 Con durata residua di almeno un anno.

33 Nel suo Final Report on MREL (Report on the Implementation and Design of the MREL Framework) del 14 dicembre 2016.

maggiore flessibilità, almeno chiarendo se le passività debbano essere subordinate per concorrere al computo del MREL.

Questo per le differenze. MREL e TLAC, tuttavia, si basano entrambi sugli stessi principi e i loro attributi chiave mostrano un DNA comune. Entrambi sono finalizzati al duplice obiettivo di: I) mantenere le funzioni economiche critiche anche in caso di fallimento, e II) farlo senza ricorrere a fondi pubblici. Le implicazioni sulle dimensioni di MREL e TLAC sono le stesse. Le risorse dovrebbero essere sufficienti a sostenere la continuità delle funzioni economiche critiche in fase di risoluzione. In base all'assunto secondo cui l'iter di risoluzione erode la posizione patrimoniale della banca, la capacità di assorbimento delle perdite è sufficiente perché si proceda alla conversione in capitale per stabilizzare l'azienda. In questo caso per stabilizzazione s'intende una disponibilità di risorse che consenta la riautorizzazione della società da parte di tutte le autorità di supervisione nazionali e internazionali e il mantenimento dell'accesso al mercato. Tutti questi fattori sono definiti nello standard tecnico dell'EBA. Le stesse considerazioni sono espresse nei principi che regolano il *Term Sheet* del Consiglio per la stabilità finanziaria (FSB).

È opportuno soffermarsi su quanto ciò probabilmente significa per le diverse tipologie di società e le diverse strutture dei gruppi. Certamente per le G-SIB, il presupposto sotteso alla calibrazione del TLAC è che, date le dimensioni e la complessità delle operazioni e delle attività transfrontaliere di queste banche, al momento della risoluzione è difficile concepire una ristrutturazione significativa. L'accento è piuttosto sulla stabilizzazione della società mediante il *bail-in*, per ripristinare la solvibilità e guadagnare tempo per una ristrutturazione ordinata e/o una successiva liquidazione solvente. Questo dovrebbe essere un bene per il sistema e, poiché preserva il valore, anche per i creditori della società. Per contro, una banca molto piccola potrebbe non aver bisogno del MREL in aggiunta ai propri attuali requisiti patrimoniali. Se al momento del fallimento non vi sono ostacoli a che la società si dichiari insolvente e paghi i depositi protetti ricorrendo all'opportuno regime di garanzia dei depositi, non è necessario che si soddisfi il MREL oltre i requisiti patrimoniali necessari alla continuità operativa. Ciò vale anche per la posizione del TLAC o del MREL nei gruppi. Quando secondo la strategia di risoluzione privilegiata è probabile che si proceda al *bail-in* di passività esterne, o quando si attuino altri strumenti di risoluzione, è necessario vi siano MREL emessi esternamente. Una strategia con punto d'avvio singolo (*Single Point of Entry*, SPE) prevede che solo l'entità al vertice del gruppo sia posta in risoluzione, sulla base del fatto che le interdipendenze all'interno di un gruppo sono così numerose che la risoluzione di diverse società operanti separatamente sia impossibile o non credibile. Per contro, quando un gruppo abbia un'organizzazione modulare, con interconnessioni tra le sue parti limitate o nulle, la risoluzione può avere un punto d'avvio multiplo (*Multiple Points of Entry*, MPE). Ai fini dell'esposizione si ritiene utile precisare la dicotomia tra SPE e MPE. In pratica, tuttavia, molte società che costituiscono punto d'avvio singolo avranno filiazioni che potrebbero essere oggetto di risoluzione separata o avviare una procedura d'insolvenza senza conseguenze negative per la risoluzione di dette società. Molte banche a punto d'avvio multiplo sono, di fatto, il risultato di strategie basate su singoli punti d'avvio anche in giurisdizioni diverse. Nella singola giurisdizione, tuttavia, è probabile che la risoluzione debba coinvolgere tutte le persone giuridiche rientranti in tale giurisdizione. Tutto ciò si sintetizza in due osservazioni e un'implicazione. La prima osservazione è che la strategia di risoluzione determinerà le decisioni sul MREL. La seconda è che il TLAC può applicarsi e sarà applicato alla G-SIB con la determinazione dei requisiti MREL. In altre parole, il TLAC non è che una particolare espressione di come imposteremo il MREL per società in cui probabilmente, in qualità di autorità, non



avremmo altra scelta che procedere al *bail-in* per consentire la continuità delle funzioni economiche della società. L'implicazione è che deve esservi un qualche livello di divulgazione delle informazioni sulle strategie di risoluzione e sulla struttura delle passività a livello della persona giuridica, altrimenti gli investitori non potranno apprezzare il rischio cui sono esposti. Proprio per questo il Comitato di Basilea intende procedere a consultazione sui nuovi standard del Pilastro 3 entro la fine di quest'anno: una saggia iniziativa. Appare saggio e opportuno anche il fatto che le banche stanno iniziando a impegnarsi maggiormente per fornire questo tipo di informazioni agli investitori.

È anche opportuno notare che i criteri TLAC/MREL possono sovrapporsi ai requisiti patrimoniali di Basilea III, poiché delle due funzioni che dovrebbero adempiere, cioè l'assorbimento delle perdite e la ricapitalizzazione, la prima si ottiene con strumenti classificabili anche come requisiti patrimoniali di Basilea III (capitale regolamentare più riserva combinata, oltre a eventuali requisiti del Pilastro 2 introdotti dall'autorità di vigilanza), e in linea di principio dovrebbe essere equivalente all'importo di vigilanza.<sup>34</sup>

#### 2.4 L'impostazione del MREL: il Regolamento delegato 2016/1450 del 23 maggio 2016, il Final Report 2016 dell'EBA e le iniziative dell'SRB per il 2017.

Il 23 maggio 2016 la Commissione Europea ha adottato il Regolamento delegato 2016/1450, che integra la direttiva BRRD per quanto concerne le norme tecniche di regolamentazione che precisano i criteri applicabili alla metodologia per la determinazione del requisito minimo di fondi propri e passività ammissibili (MREL). Il Regolamento delegato riconosce chiaramente che il MREL non è solo specifico per il singolo ente *ma è anche una funzione della possibile strategia di risoluzione* per lo specifico ente creditizio o gruppo finanziario. Secondo il considerando 3, infatti, "la capacità necessaria per assorbire le perdite dovrebbe essere valutata in stretto collegamento con i requisiti patrimoniali correnti dell'ente, mentre la capacità necessaria per ricostituire il capitale dovrebbe essere valutata in stretto collegamento con i probabili requisiti patrimoniali derivanti dall'applicazione della strategia di risoluzione, salvo in presenza di chiari motivi per valutare le perdite in situazione di risoluzione diversamente da come sarebbero valutate in situazione di continuità aziendale. Una valutazione analoga è necessaria per accertare che il MREL sia sufficiente a garantire la possibilità di risoluzione dell'ente in caso di applicazione di strumenti di risoluzione diversi dal *bail-in*".

34 M. Lamandini, D. Ramos Muñoz, *European Financial Law. An Introduction*, 2016 Milano, p. 542.

Ciò è giusto ma anche foriero di importanti conseguenze ai fini della corretta determinazione della portata dei requisiti MREL. Infatti, quando la strategia prevista non è la risoluzione bensì la normale insolvenza, in linea di principio i requisiti MREL si limitano alla componente dell'importo delle perdite da assorbire, che è pari agli attuali requisiti dei fondi propri, senza ulteriori importi di ricapitalizzazione. In questo caso, il MREL non prevede il cumulo dei requisiti di capitale.

L'articolo 2, commi 1 e 2, stabilisce tale principio affermando che: "1. L'autorità di risoluzione determina l'importo della ricapitalizzazione necessario per attuare la strategia di risoluzione prescelta secondo le indicazioni scaturite dalla pianificazione della risoluzione. 2. Se dalla valutazione della possibilità di risoluzione emerge che la liquidazione dell'ente con procedura ordinaria di insolvenza è fattibile e credibile, l'importo della ricapitalizzazione è pari a zero, a meno che l'autorità di risoluzione decida che è necessario un importo positivo considerando che la liquidazione non permetterebbe di conseguire gli obiettivi della risoluzione nella stessa misura consentita da una strategia di risoluzione alternativa."

Il Regolamento delegato conferma la stretta relazione tra il MREL e le regole prudenziali dei fondi propri su base individuale. Quest'idea è supportata anche dal requisito secondo cui "[a] fini di coerenza con la vigilanza prudenziale, l'autorità di risoluzione dovrebbe valutare le dimensioni, il modello di *business*, il modello di finanziamento e il profilo di rischio dell'ente tenendo conto dell'esito del processo di revisione e valutazione prudenziale condotto dall'autorità competente a norma dell'articolo 97 della direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio".

È opportuno ricordare ora, per discussione successiva, altri due punti sollevati dal Regolamento delegato.

In primo luogo, secondo il Regolamento delegato, per i gruppi finanziari transfrontalieri un approccio al MREL su base consolidata è giustificabile solo in particolari condizioni e quando il contributo all'assorbimento delle perdite e alla ricapitalizzazione proveniente da altre entità del medesimo gruppo sia "credibile e fattibile": nell'ambito dell'UE, ciò dipende fortemente da disposizioni nazionali abbastanza divergenti in materia di gruppi societari<sup>35</sup> e, in relazione a capogruppo o filiazioni di paesi terzi, anche da quadri normativi divergenti in materia di risoluzione.

Non sorprende che a livello di attuazione ciò desti ancora qualche preoccupazione. Basti dire che, secondo l'articolo 2, comma 10 del Regolamento delegato, le autorità di risoluzione possono tener conto "delle risorse patrimoniali di altre entità del gruppo che, in esito alla risoluzione, sarebbero disponibili in modo fattibile e credibile per sostenere la fiducia del mercato nell'ente, relativamente alle entità che: a) sono filiazioni di un gruppo soggetto a un MREL su base consolidata; b) in esito all'attuazione della strategia di risoluzione prescelta continuerebbero a soddisfare la

35 The Informal Company Law Expert Group (ICLEG), *Report on the recognition of the interest of the group*, October 2016, disponibile su [http://ec.europa.eu/justice/civil/files/company-law/icleg\\_recommendations\\_interest\\_group\\_final\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/justice/civil/files/company-law/icleg_recommendations_interest_group_final_en.pdf).

condizione prevista alla lettera a); c) in esito all'attuazione della strategia di risoluzione prescelta non sarebbero tenute a mantenere su base individuale la fiducia del mercato e l'accesso ai finanziamenti".

A sua volta, ai sensi dell'articolo 4, comma 3 del Regolamento delegato: "Per l'entità o il gruppo tenuti a soddisfare requisiti patrimoniali e prudenziali a norma del regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio (5) o del regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio (6), la valutazione dei normali requisiti di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione a norma degli articoli 1 e 2 tiene conto soltanto dei requisiti patrimoniali imposti dal regolamento (UE) n. 575/2013 e dalla direttiva 2013/36/UE. L'autorità di risoluzione può rettificare l'importo per l'assorbimento delle perdite in considerazione dei contributi fattibili e credibili all'assorbimento delle perdite o alla ricapitalizzazione provenienti da specifiche fonti ai sensi del Regolamento (UE) n. 648/2012 o del Regolamento (UE) n. 909/2014". Infine, a norma dell'articolo 4, comma 4, "per le entità che sono filiazioni di un gruppo soggetto a un MREL su base consolidata, l'autorità di risoluzione può escludere dalla valutazione dell'importo per l'assorbimento delle perdite e dall'importo della ricapitalizzazione la riserva di capitale stabilita solo su base consolidata".

Secondo, bisogna sempre prevedere dei periodi di transizione per l'introduzione (*phase-in*) dei requisiti MREL. Il Regolamento delegato, che nonostante il parere negativo dell'EBA<sup>36</sup> si discosta dalla bozza di standard tecnico di regolamentazione proposto dalla stessa EBA, che originariamente prevedeva un periodo di transizione di quarantotto mesi, ha adottato un approccio in qualche misura più flessibile, concedendo nell'articolo 8 all'autorità di risoluzione il potere di "fissare un adeguato periodo transitorio per il raggiungimento del MREL definitivo "che sia il più breve possibile". Avremo modo di discutere le sfide sottese a tali requisiti nella prossima sezione.

Dopo l'adozione del Regolamento delegato, come già ricordato, il 14 dicembre 2016 l'EBA ha pubblicato il proprio Report sull'implementazione del MREL.<sup>37</sup> Nonostante l'EBA riconosca la difficoltà, in assenza di decisioni in materia di MREL da parte delle autorità di risoluzione, di prevedere se vi saranno differenze nei livelli determinati per gli enti di natura analoga nei diversi Stati Membri, il Report rivela per molti aspetti una visione perspicace. Ai fini della nostra discussione sull'interazione tra regole prudenziali / di risoluzione e trasparenza, si ricorda che l'EBA ha sottolineato come alcuni aspetti dell'attuale quadro normativo richiedano modifiche e migliorie. L'EBA ha inoltre avanzato proposte che, se adottate, avrebbero un chiaro impatto su diritti legati ai titoli MREL, impatto di cui i detentori di tali titoli dovrebbero essere debitamente informati e consapevoli.

36 EBA/Op/2016/02, 9 febbraio 2016.

37 EBA, *Final Report on MREL, Report on the implementation and design of the MREL framework*, cit.

Nelle parole dell'EBA:

"(...) è fondamentale che una violazione del MREL sia trattata tanto seriamente quanto una violazione dei requisiti patrimoniali (...). L'EBA riconosce inoltre che nell'attuale assetto regolamentare, l'adozione di un approccio contemplante l'accumulo di riserve oltre il MREL potrebbe innescare un'accelerazione meccanica delle restrizioni automatiche sulle distribuzioni volontarie. L'EBA propone pertanto che, in caso di violazione delle riserve regolamentari a causa del mancato *roll-over* del debito ammissibile al MREL, sia data la possibilità di sospendere le restrizioni alla distribuzione per un periodo definito in modo automatico o su base discrezionale. Tale "periodo di grazia" consentirebbe all'ente di riparare la propria capacità MREL mediante l'emissione di titoli di debito ammissibili.

Il MREL è un fattore essenziale della risolvibilità bancaria, pertanto la conformità MREL deve essere mantenuta sempre, e ogni eventuale violazione deve suscitare una risposta adeguata e proporzionata (...). L'EBA raccomanda quindi che alle autorità di risoluzione si diano poteri più ampi per la risposta alle violazioni del MREL, compreso un processo accelerato di rimozione degli impedimenti e il potere di obbligare l'ente a redigere un piano di recupero del MREL. Il Report suggerisce inoltre che il *toolbox* dell'autorità di risoluzione sia ulteriormente migliorato con l'introduzione di poteri che consentano il monitoraggio e la gestione proattivi della scadenza del cumulo MREL dell'ente creditizio. Si dovrebbe inoltre attuare un regime di autorizzazione al riscatto, in modo da assicurare che vi sia un requisito di autorizzazione per l'eventuale riscatto, da parte dell'ente, degli strumenti ammissibili al MREL, qualora tale riscatto possa eventualmente portare l'ente a violare il proprio requisito MREL (o il requisito di riserva combinata - *Combined Buffer Requirement*, CBR - se si cumula sul MREL), o quando l'ente sia già in violazione del proprio requisito MREL (...).

La capacità di assorbimento delle perdite dovrebbe essere distribuita all'interno di un gruppo in modo da fornire il miglior sostegno alla strategia di risoluzione per il gruppo stesso, spostando le perdite dalla entità in cui si sono originate alle entità in cui s'implementa l'azione di risoluzione. Secondo l'EBA, ai sottogruppi importanti di banche a rilevanza sistemica globale (G-SIB) di paesi terzi, in ambito UE si dovrebbe imporre la conformità collettiva a un livello del MREL in linea con il Term Sheet del TLAC. Per la più ampia popolazione delle banche, le filiazioni dovrebbero soddisfare un requisito MREL interno regolato da un quadro infragruppo debitamente aggiornato, con strumenti emessi internamente, subordinati e soggetti ad ampie clausole di svalutazione. Inoltre, per affrontare i costi derivanti dal pre-collocamento degli strumenti MREL a livello delle singole entità, l'EBA raccomanda che le autorità di risoluzione possano autorizzare le banche a includere nel computo garanzie assistite da garanzie reali, ai fini della conformità del loro requisito MREL a determinate condizioni. In questa fase si è ritenuto prematuro raccomandare l'ammissibilità di garanzie non assistite da garanzie reali, mentre una revisione della BRRD potrebbe prevedere ulteriori proposte basate su un futuro Report dell'EBA.

L'EBA avanza anche una raccomandazione per l'armonizzazione dei requisiti di segnalazione e informativa in ambito MREL. La *disclosure* della capacità e dei requisiti MREL delle banche potrebbe portare alcuni importanti vantaggi, almeno in fase di stabilità: assicurerebbe la trasparenza verso gli investitori, andando pertanto a sostegno della disciplina del mercato, ridurrebbe le speculazioni sulle banche sane e agevolerebbe un *pricing* adeguato. Come minimo, nel periodo di transizione gli investitori dovrebbero essere informati sulla gerarchia dei creditori applicabile allo strumento e sul *quantum* e composizione del MREL di ciascun ente.

Si noti, inoltre, che nell'ambito dei requisiti di subordinazione per le passività ammissibili al MREL, l'EBA ha adottato un approccio tripartito ai requisiti MREL per le banche dell'UE. L'EBA ha infatti identificato tre *cluster* di banche: banche non rilevanti a livello sistemico, per le quali non si prevedono requisiti di subordinazione, banche di rilevanza sistemica a livello globale (*Globally Systemically Important Bank*, G-SIB) e altri enti di rilevanza sistemica (*Other Systemically Important Institution*, O-SII).

Per gli ultimi due cluster l'EBA propone condizioni di subordinazione diverse:

la subordinazione degli strumenti ammissibili al MREL è importante sia per il segnale che così s'invia agli investitori circa la capacità di assorbimento delle perdite degli strumenti, sia per il fatto che evita questioni relative al principio secondo cui "nessun creditore può essere svantaggiato" (*no creditor worse off*, NCWO). Il Report raccomanda che si richieda alle banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB) di soddisfare il proprio MREL con strumenti subordinati a un livello pari ad almeno il 14,5% delle attività ponderate per il rischio (*Risk Weighted Assets*, RWA) (+ CBR) in linea con il Term Sheet del TLAC. Inoltre, considerando la rilevanza sistemica di altri enti di rilevanza sistemica (O-SII) ma anche le condizioni di parità e i costi, si raccomanda di richiedere anche agli O-SII di conformarsi a un requisito di subordinazione del 13,5% delle RWA (+ CBR). Tuttavia, tenendo conto dell'eterogeneità della popolazione degli O-SII, le autorità dovrebbero poter esercitare una certa flessibilità nell'applicazione di questo requisito di subordinazione.

L'approccio più flessibile adottato per gli O-SII è teso a rispondere alla preoccupazione dettata dal fatto che solo i maggiori enti finanziari europei (cioè le G-SIB) hanno pieno accesso ai mercati internazionali, mentre tale accesso è una vera e propria sfida per gli O-SII. Inoltre, l'accesso limitato o la mancanza di accesso ai mercati finanziari internazionali è la norma per molte delle banche che si finanziano con i depositi.

Gli O-SII sono individuati secondo le Linee guida dell'EBA sui criteri per la valutazione degli altri enti a rilevanza sistemica ai sensi dell'articolo 131, comma 3 della Direttiva 2013/36/UE e conseguente elenco.

Gli autori del presente lavoro ritengono che questa distinzione in classi sia comunque pertinente al di là della specifica questione della subordinazione formale delle passività ammissibili al MREL.

Nella sua analisi quantitativa, il Report dell'EBA offre un quadro rivelatore della popolazione europea degli enti rilevanti (seppur non necessariamente di rilevanza sistemica).

Il Report attinge ai dati sulle emissioni MREL esterne raccolti dall'EBA mediante monitoraggio ai sensi di CRD -CRR/Basilea III al dicembre 2015. Il campione comprende 133 banche di 18 Stati Membri dell'UE e copre circa i due terzi del totale dell'attività del settore bancario nell'UE; esso comprende quasi tutte le G-SIB dell'UE e un'equa proporzione di O-SII dell'UE, oltre alle "altre banche", cioè enti creditizi non classificabili come G-SIB né come O-SII; ai fini della presente analisi, il campione degli O-SII esclude le G-SIB. Per scopi analitici, le banche nel campione sono suddivise in due gruppi sulla base delle dimensioni e delle attività transfrontaliere: il Gruppo 1 comprende le banche con capitale di classe 1 superiore ai 3 miliardi di euro e attive a livello internazionale; le banche rimanenti formano il Gruppo 2. Le banche sono ulteriormente suddivise in grandi (con capitale di classe 1 superiore o uguale a 3 miliardi di euro), medie (con capitale di classe 1 inferiore ai 3 miliardi di euro oppure superiore o uguale a 1,5 miliardi di euro), e piccole (con capitale di classe 1 inferiore a 1,5 miliardi di euro). Più di due terzi delle banche comprese nel campione hanno capitale di classe 1 inferiore ai 3 miliardi di euro oppure operano solo a livello nazionale; quasi la metà di esse sono piccole banche con capitale di classe 1 inferiore a 1,5 miliardi di euro. Al di là della classificazione delle banche in Gruppo 1 e Gruppo 2, i sottocampioni rimangono molto diversificati per quanto concerne il totale delle passività e dei fondi propri (*Total Liabilities and Own Funds*, TLOF) delle varie banche: gli enti del Gruppo 1 hanno un TLOF compreso tra 24 miliardi e 2.181 miliardi di euro, mentre le banche del Gruppo 2 hanno un TLOF tra gli 0,7 miliardi e i 305 miliardi di euro.

Ai nostri fini, il fattore rilevante che emerge con chiarezza da tale classificazione è che non vi è la garanzia di un approccio uniforme, "di taglia unica", alla determinazione dei confini dei requisiti MREL o del perimetro di risoluzione, i quali di fatto dipendono da una valutazione discrezionale che in qualche misura riflette delle preferenze di vigilanza.

Ciò è ben illustrato dall'approccio adottato dalla Bank of England alla determinazione della portata della risoluzione. Nel suo Statement of Policy del novembre 2016<sup>38</sup>, la Bank of England chiarisce in primo luogo (p. 5-6) che:

«La Bank of England imposterà il MREL per i singoli enti con riferimento a tre ampie strategie di risoluzione. Queste strategie riflettono i nostri obblighi legali, il giudizio sui rischi oltre la potenziale interruzione delle funzioni economiche essenziali e la necessità di adottare un approccio proporzionato.

Processo d'insolvenza modificato - per i piccoli enti creditizi che secondo la nostra valutazione non forniscono servizi di scala essenziale e per i quali si ritiene che il *pay-out*, da parte dell'FSCS (*Financial Services Compensation Scheme*), dei titolari di depositi protetti soddisfi gli obiettivi di risoluzione della banca. Questi enti avranno il MREL fissato allo stesso livello dei requisiti patrimoniali regolamentari e

38 Bank of England, *The Bank of England's approach to setting a minimum requirement for own funds and eligible liabilities (MREL). Responses to Consultation and Statement of Policy*, novembre 2016, consultabile su <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Documents/resolution/mrelpolicy2016.pdf>.

pertanto soddisferanno ciascuno il proprio MREL semplicemente soddisfacendo i requisiti patrimoniali regolamentari già in essere.

**Cessione parziale** - quando gli enti siano ritenuti troppo grandi per il procedimento d'insolvenza modificato ma vi sia realisticamente la possibilità di cedere le parti essenziali del business a un acquirente, il MREL sarà fissato a un livello che consenta la cessione.

**Bail-in** - agli enti creditizi di dimensioni e complessità maggiori si richiederà di mantenere risorse MREL sufficienti ad assorbire le perdite e, in caso non vi riescano, si procederà a ricapitalizzazione, in modo che questi enti continuino a soddisfare le condizioni di autorizzazione del PRA. Il bail-in è progettato per stabilizzare l'ente, dandogli il tempo necessario per procedere a una ristrutturazione, in modo da agire sulle cause sottese al fallimento. Lo scopo è che l'ente o il suo successore possano funzionare senza il sostegno pubblico».

La Bank of England conclude quindi che, poiché la strategia di risoluzione adottata per un ente è cruciale per determinare il MREL di tale ente, è anche importante determinare delle soglie che orientino l'individuazione della strategia di risoluzione preferibile a giudizio della stessa Bank of England. Finora la Bank of England ha stabilito il confine tra il processo di insolvenza modificato e l'utilizzo dei poteri di risoluzione, sulla base di una soglia indicativa compresa tra i 40.000 e gli 80.000 conti transattivi e una soglia patrimoniale indicativa dai 15 miliardi ai 25 miliardi di sterline per strategie di risoluzione basate sul *bail-in*.

L'approccio al MREL adottato dal Comitato di risoluzione unico (*Single Resolution Board*, SRB) nel 2016<sup>39</sup> era ancora interlocutorio, anche a fronte della proposta di emendamento della BRRD del novembre 2016, di cui si tratterà nel prossimo paragrafo. L'SRB ha comunque esposto dei principi che orienteranno le sue decisioni future. Anche nel contesto dell'SRB l'adeguata calibrazione dei requisiti MREL è un elemento d'importanza chiave.

«L'SRB è impegnato nello sviluppo del MREL al livello delle entità materiali nei grandi gruppi bancari e con l'obiettivo di iniziare ad affrontare la questione della qualità e della posizione del MREL. Come primo passo, l'SRB fisserà dei *target* vincolanti in termini di MREL a livello consolidato (o a un opportuno livello sottolivello consolidato secondo la strategia di risoluzione adottata) per i maggiori gruppi bancari sotto la sua giurisdizione per il 2017; a ciò seguirà la definizione di target determinanti a livello individuale per le persone giuridiche soggette alla BRRD tra la fine del 2017 e l'inizio del 2018.

I futuri target MREL considereranno le caratteristiche specifiche della banca, scostandosi dai target di default utilizzati nel 2016. In questo contesto, l'SRB prevede un ulteriore lavoro sull'impatto delle strategie di risoluzione sviluppate durante l'esercizio di pianificazione delle risoluzioni del 2016, con conseguente adeguamento del MREL alle caratteristiche specifiche dell'ente, tra cui il profilo di

39 SRB, *MREL: Approach taken in 2016 and next steps*, [https://srb.europa.eu/sites/srbsite/files/srb\\_mrel\\_approach\\_2016\\_post\\_final.pdf](https://srb.europa.eu/sites/srbsite/files/srb_mrel_approach_2016_post_final.pdf).



rischio e i modelli di business, prima e dopo la risoluzione. Analogamente, l'SRB analizzerà l'impatto delle azioni di recupero, delle esclusioni *ex ante* dal *bail-in* e degli impedimenti alla risolvibilità sui bisogni MREL di ciascun gruppo bancario. L'SRB attualmente non anticipa alcuna decisione sulla direzione né sulle dimensioni dei possibili aggiustamenti. Inoltre, basandosi sull'esperienza acquisita durante la fase di pianificazione della risoluzione, l'SRB procederà a delle *peer group analysis*, con una particolare attenzione agli importi necessari ad assicurare la fiducia del mercato dopo la risoluzione». <sup>40</sup>

Va inoltre notato che l'SRB si è posto la questione dell'opportunità di non coinvolgere nella risoluzione gli investitori ordinari detentori di titoli MREL, solo per concludere che ciò non è possibile (p. 22):

«All'SRB si chiederà di procedere al *bail-in* sugli investitori ordinari secondo la loro posizione nella gerarchia dei creditori, salvo in circostanze eccezionali. L'SRB non può escludere uno strumento dal MREL per il solo motivo che esso è detenuto da investitori ordinari, perché ciò non esenta dalla conformità con i requisiti MREL. Non vi è alcuna base giuridica che consenta alle autorità di risoluzione di escludere *ex ante* e in modo uniformemente dal MREL o dal *bail-in* delle passività ammissibili detenute da persone fisiche o da PMI. La legislazione europea prevede molte salvaguardie volte ad assicurare che i prodotti finanziari siano venduti unicamente a investitori adeguati. L'attuazione e la supervisione di tali norme è responsabilità delle autorità di mercato degli Stati Membri, pertanto l'eventuale mancato rispetto delle norme di tutela degli investitori non può comportare l'esclusione di queste passività dal computo dei *target* informativi del MREL o, infine, dal *bail-in*.

Tuttavia, le partecipazioni di strumenti subordinati o *senior* detenute da investitori ordinari potrebbero rivelarsi un ostacolo alla risoluzione, a causa delle conseguenze derivanti dall'applicazione dello strumento di *bail-in*. L'SRB è del parere che vendite ingenti di titoli di debito a investitori ordinari rendano difficile la risoluzione delle banche, per vari motivi, tra cui: I) la potenziale perdita della clientela interessata e il rischio di ritiro, II) la possibilità che gli investitori ordinari intentino ricorso al momento della risoluzione o successivamente a essa, con il rischio di mettere a repentaglio la futura sostenibilità della banca. In tale contesto, le difficoltà associate all'emissione di strumenti ammissibili al MREL per gli investitori ordinari sono legate alla più ampia questione della qualità degli strumenti MREL. Il Comitato di risoluzione valuterà ulteriormente la significatività degli investitori ordinari nei vari Stati Membri e svilupperà possibili misure per affrontare la questione, per esempio un MREL maggiore, requisiti di subordinazione o la richiesta di adeguamento delle strategie di finanziamento delle banche, quando la situazione possa considerarsi d'impedimento alla risoluzione della banca".

40 SRB, *MREL: Approach taken in 2016 and next steps*, p. 24.

## 2.5 La proposta di emendamento della BRRD del novembre 2016

A seguito dell'introduzione delle nuove norme in materia di risoluzione bancaria, gli Stati Membri dell'UE hanno preso a modificare ciascuno il proprio diritto fallimentare, per garantire che le obbligazioni *senior* si classifichino come *junior* rispetto ad altre passività non garantite (principalmente operative); questo con approcci diversi. Per comprendere le ragioni di ciò, è opportuno considerare tali riforme nel seguente ordine logico: le norme di risoluzione comprendono disposizioni in materia di MREL che s'intrecciano con le disposizioni sul *bail-in*, le quali sono a loro volta indissolubilmente legate al diritto privato e al diritto fallimentare del singolo paese. Pertanto, sorge la domanda, assolutamente pertinente, circa il rapporto esistente tra queste varie disposizioni. Considerando in primo luogo il rapporto tra le norme in materia d'insolvenza e la legislazione nazionale del singolo paese, le disposizioni sul *bail-in* della BRRD formalmente rispettano la classificazione dei crediti ai sensi del diritto fallimentare nazionale, con le disposizioni che regolano la sequenza di *bail-in* indicando l'ordine in cui i diversi strumenti debbano essere svalutati o convertiti in capitale.<sup>41</sup>

Tuttavia, per un quadro completo, I) le disposizioni che disciplinano la sequenza di *bail-in* devono essere lette contestualmente a quanto segue: II) alle disposizioni della BRRD che escludono dal *bail-in* alcune passività, come per esempio le passività protette da diritti di proprietà o garanzie, quelle derivanti da rapporti di lavoro subordinato e quelle, più cruciali, relative a depositi protetti, quelle derivanti da sistemi di compensazione e regolamento e quelle da contratti di debito a breve termine;<sup>42</sup> III) alla disposizione che dà alle autorità di risoluzione la possibilità di escludere determinate passività diverse da quelle già escluse dalla BRRD, su base individuale, quando ciò sia giustificato dalla difficoltà di procedere al *bail-in* di tali passività o dalla necessità di garantire la continuità delle funzioni essenziali per evitare il contagio o per prevenire una distruzione di valore;<sup>43</sup> IV) alle disposizioni che danno priorità d'insolvenza ad alcuni depositi non protetti rispetto alle passività 'ordinarie' ammissibili al *bail-in*.<sup>44</sup>

Considerando tutto l'insieme di tali norme, la fonte del problema si fa ben evidente. Le norme sulla risoluzione si basano certo sulle priorità di insolvenza, ma con molti *caveat* ognuno dei quali è suscettibile di generare un divario che sarà normalmente colmato con il riferimento a principi generali, il che solleva la questione di *quali principi* debbano utilizzarsi a tal fine. Visto in quest'ottica, il rapporto tra le norme di risoluzione e il diritto fallimentare appare molto più complesso, poiché i principi e le politiche ispiratori delle norme in materia di risoluzione ed elencati nelle relative disposizioni comprendono 'macro-considerazioni' in materia di stabilità finanziaria, continuità operativa e disciplina del mercato.<sup>45</sup> In questo senso tali

41 BRRD articolo 48.

42 BRRD, articolo 44, comma 2.

43 BRRD, articolo 44, comma 3.

44 BRRD articolo 108.

45 L'articolo 31 della BRRD elenca gli obiettivi della risoluzione, che sono: "a) garantire la continuità delle funzioni essenziali; b) evitare effetti negativi significativi sulla stabilità finanziaria, in particolare attraverso la prevenzione del

principi e politiche sono molto diversi dai principi associabili al diritto fallimentare, che vertono principalmente sulla soddisfazione del creditore. Pertanto, sebbene alcuni di tali principi coincidano tra loro, come per esempio quello dell'equità verso i creditori,<sup>46</sup> la concorrenza, nelle norme di risoluzione, di altre considerazioni rende probabile che le soluzioni risultanti da una particolare interpretazione delle norme di risoluzione si discostino dalle soluzioni basate sull'interpretazione del diritto fallimentare.

Alla luce di quanto sopra, il ruolo delle disposizioni sul MREL diventa chiaro: a prima vista sembrano disposizioni volte ad aumentare la solidità degli enti finanziari, disposizioni da applicarsi *ex ante* in base a considerazioni prudenziali, sembrano cioè il tipo di disposizioni che dovrebbe costituire parte integrante delle norme dei regolamenti CRD o CRR. La loro inclusione nelle norme di risoluzione, tuttavia, è un modo per affrontare le potenziali incongruenze del diritto fallimentare e tra diritto fallimentare e norme in materia di risoluzione. Pertanto, sebbene le norme MREL siano state pensate per uno scenario di *bail-in*, non tutte le passività assoggettabili al *bail-in* sono ammissibili al MREL.<sup>47</sup> Con questi requisiti di idoneità, le norme sul MREL evitano alcuni dei problemi tipici dello scenario di *bail-in*, cioè l'individuazione di uno strato di debito relativamente "non problematico", dimenticando *caveat* e incongruenze.

Purtroppo, le norme in materia di risoluzione non vanno tutte in questa direzione. Le norme MREL operano una notevole semplificazione per quanto riguarda la tipologia degli strumenti sempre assoggettabili a *bail-in*, per esempio quelli emessi e interamente versati, con scadenza a un anno non possono essere derivati o depositi, ecc.;<sup>48</sup> dette norme tuttavia I) non richiedono espressamente la subordinazione delle passività ammissibili al MREL a quelle non ammissibili al MREL, e II) lasciano a ciascuno Stato Membro la scelta della strategia da adottare concretamente a garanzia della conformità MREL. In modo abbastanza prevedibile, gli Stati Membri hanno scelto strategie diverse per adempiere tale requisito.

contagio, anche delle infrastrutture di mercato, e con il mantenimento della disciplina di mercato; c) salvaguardare i fondi pubblici riducendo al minimo il ricorso al sostegno finanziario pubblico straordinario; d) tutelare i depositanti contemplati dalla direttiva 2014/49/UE e gli investitori contemplati dalla direttiva 97/9/CE". L'articolo 34, comma 1 della BRRD elenca i principi di risoluzione, che sono: "a) gli azionisti dell'ente soggetto a risoluzione sopportano per primi le perdite; b) i creditori dell'ente soggetto a risoluzione sostengono le perdite dopo gli azionisti, secondo l'ordine di priorità delle loro pretese con procedura ordinaria di insolvenza, salvo espresse disposizioni contrarie a norma della presente direttiva; c) l'organo di amministrazione e l'alta dirigenza dell'ente soggetto a risoluzione sono sostituiti, salvo i casi in cui il mantenimento della totalità o di parte dell'organo di amministrazione e dell'alta dirigenza, a seconda delle circostanze, sia considerato necessario per conseguire gli obiettivi di risoluzione; d) l'organo di amministrazione e l'alta dirigenza dell'ente soggetto a risoluzione forniscono tutta l'assistenza necessaria per conseguire gli obiettivi della risoluzione; e) le persone fisiche e giuridiche sono tenute a rispondere, subordinatamente al diritto dello Stato Membro, a norma del diritto civile o penale, delle loro responsabilità per il dissesto dell'ente; f) salvo disposizione contraria nella presente direttiva, i creditori di una stessa classe ricevono pari trattamento; g) nessun creditore sostiene perdite più ingenti di quelle che avrebbe sostenuto se l'ente o l'entità di cui all'articolo 1, comma 1, lettera b), c) o d), fosse stato liquidato con procedura ordinaria di insolvenza conformemente alle salvaguardie di cui agli articoli da 73 a 75; h) i depositi protetti sono interamente salvaguardati; e i) l'azione di risoluzione è adottata conformemente alle salvaguardie di cui alla presente direttiva".

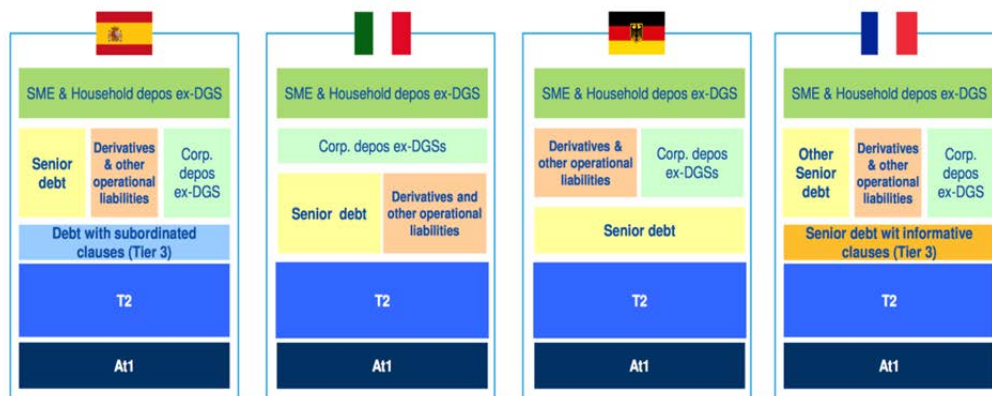
46 Cfr. BRRD, articolo 34, comma 1, lettera f).

47 Cfr. *supra* 1 b) e c).

48 *Supra* 1 c).

La figura 11 mostra le differenze tra quattro Stati Membri d'interesse:

Figura 11 – Differenze nelle strutture di subordinazione del debito in alcuni paesi europei



Fonte: BBVA Research, *New requirements for loss absorbing capacity: TLAC and MREL*, Capital Management Forum (Londra, 8 marzo 2016), p. 15.

Questo si traduce in diverse sequenze di *bail-in* nelle diverse giurisdizioni, come dalla seguente Figura 12.

Queste diversità nelle strategie di conformità MREL e nelle sequenze di *bail-in* possono dare origine a problemi importanti circa il relativo stato dei vari strumenti. Per esempio, nel caso in cui una banca soggetta al diritto fallimentare tedesco abbia emesso titoli di debito "ordinari" di diritto tedesco e titoli di debito di classe 3 di diritto francese o spagnolo, questi ultimi titoli vanno subordinati alla sequenza di *bail-in* dettata dai primi? E per contro, se un'impresa soggetta al diritto fallimentare francese o spagnolo ha emesso titoli di debito di diritto tedesco, in caso d'insolvenza lo stato di questi ultimi va determinato secondo il diritto tedesco? Come interpretare le disposizioni volte ad assicurare lo stato non privilegiato dei titoli di debito *senior* alla luce di una legislazione diversa? Quale sarebbe lo stato dei titoli di debito *senior* ammissibili al MREL emessi da un gruppo bancario dell'UE a fronte dei diversi derivati interconnessi che coprono le posizioni dei diversi enti del gruppo, di cui uno soggetto al diritto fallimentare tedesco (per cui il debito *senior* non garantito è subordinato ai derivati), e un altro soggetto al diritto fallimentare italiano (per cui il medesimo titolo di debito si classifica *pari passu* con i derivati)? Questo influenzerebbe la compensazione (*netting*) del derivato? Come trattare il regime infragruppo per la gestione e la copertura della liquidità, considerando che il debito infragruppo è *subordinato* anche al debito di classe 3 in paesi quali per esempio Spagna e Germania, mentre in altre giurisdizioni il debito di classe 3 e il debito *senior* non garantito sono subordinati a un regime specifico, per esempio ai derivati e ai depositi in Germania e ai depositi in Italia?

Sebbene alcune di tali questioni potrebbero risolversi lavorando all'interpretazione delle diverse disposizioni di legge, vi è un certo margine d'incertezza, e l'incertezza non è certo un elemento gradito quando riguarda il collocamento di titoli di debito che si presumono conformi ai requisiti normativi obbligatori. Alla luce di

quanto sopra, non sorprende che i legislatori dell'UE abbiano deciso di compiere un passo ulteriore e di armonizzare le tipologie di debito da utilizzare ai fini della conformità MREL. Il 23 novembre 2016, la Commissione Europea ha avanzato pubblicamente delle proposte legislative per un pacchetto di riforma del settore bancario,<sup>49</sup> completa di emendamenti alla BRRD volti, *inter alia*, a modificare la gerarchia dei creditori in caso di insolvenza.

**Figura 12 – Sequenze di bail-in in Italia, Regno Unito, Francia, Spagna e Germania**

**Sequenza di bail-in in Italia**

(dal 1° gennaio 2016 al 31 dicembre 2018)

1	Capitale primario di classe 1 (CET1)
2	Capitale aggiuntivo di classe 1 (AT1)
3	Classe 2
4	Altre passività subordinate
5	Debito senior Depositi da grandi imprese (oltre i 100.000 €) Passività da transazioni su derivati
6	Depositi da persone fisiche, microimprese, piccole e medie imprese (oltre i 100.000 €)

**Sequenza di bail-in in Italia**

(dal 1° gennaio 2019)

1	Capitale primario di classe 1 (CET1)
2	Capitale aggiuntivo di classe 1 (AT1)
3	Classe 2
4	Altre passività subordinate
5	Debito senior Passività da transazioni su derivati
6	Tutti i depositi oltre i 100.000 €, eccetto quelli elencati al punto 7.
7	Depositi da persone fisiche e piccole e medie imprese oltre i 100.000 €

**Sequenza di bail-in nel Regno Unito**

1	Capitale primario di classe 1 (CET1)
2	Capitale aggiuntivo di classe 1 (AT1)
3	Classe 2
4	Le passività emesse dalla società capogruppo
5	Alti titoli di debito emessi dalla società operativa Depositi da grandi imprese (oltre i 100.000 €) Passività da transazioni su derivati
6	Depositi da persone fisiche e PMI oltre i 100.000 €

**Sequenza di bail-in in Francia**

1	Capitale primario di classe 1 (CET1)
2	Capitale aggiuntivo di classe 1 (AT1)
3	Classe 2
4	Passività senior non privilegiate
5	Debito senior Depositi da grandi imprese (oltre i 100.000 €) Passività da transazioni su derivati
6	Depositi da persone fisiche e PMI oltre i 100.000 €

**Sequenza di bail-in in Spagna**

1	Capitale primario di classe 1 (CET1)
2	Capitale aggiuntivo di classe 1 (AT1)
3	Classe 2
4	Classe 3
5	Passività senior Depositi da grandi imprese (oltre i 100.000 €) Passività da transazioni su derivati
6	Depositi da persone fisiche e PMI oltre i 100.000 €

**Sequenza di bail-in in Germania**

1	Capitale primario di classe 1 (CET1)
2	Capitale aggiuntivo di classe 1 (AT1)
3	Classe 2
4	Passività senior Prodotti strutturati a capitale protetto legati unicamente ai tassi di interesse
5	Depositi da grandi imprese (oltre i 100.000 €) Passività da transazioni su derivati Prodotti strutturati senza protezione del capitale e/o con interessi il cui pagamento è legato a variabili finanziarie diverse dai tassi di interesse
6	Depositi da persone fisiche e PMI oltre i 100.000 €

49 Emendamenti riguardanti sia i requisiti patrimoniali (CRR/CRD IV) sia il quadro di risoluzione (BRRD/SRM), volti a far avanzare il completamento delle riforme attuate in seguito alla crisi finanziaria.

La proposta, come già osservato, introduce una nuova categoria "senior non privilegiata" nella gerarchia degli strumenti di debito a lungo termine; tale categoria sarà di rango *senior* rispetto al patrimonio regolamentare e al debito subordinato, ma sarà *junior* rispetto alle altre passività non garantite. Di conseguenza, questi strumenti di debito potrebbero essere assoggettati a *bail-in* prima delle altre passività non garantite (per esempio passività operative, derivati e depositi) nell'ambito di un disegno volto a migliorare la risolvibilità degli enti finanziari dell'UE e ad agevolare al contempo la conformità con la normativa TLAC del Consiglio per la stabilità finanziaria.

Per rientrare in questa nuova categoria, le passività devono soddisfare le seguenti caratteristiche: a) consistere in crediti non garantiti derivanti da strumenti di debito, b) avere una scadenza contrattuale iniziale di almeno un anno, c) non avere caratteristiche di derivato, d) il riferimento a questa classificazione deve essere esplicito nella relativa documentazione contrattuale.

Questa nuova classificazione si applica solo alle passività di nuova emissione<sup>50</sup> e gli Stati Membri sono tenuti a recepire dette modifiche ciascuno nella propria legislazione nazionale entro un termine breve. Tale integrazione consentirà alle banche di rilevanza sistemica a livello globale (G-SIB) dell'Unione Europea di emettere strumenti di debito *senior* concorrenti alla soddisfazione dei requisiti minimi TLAC, oltre che dei requisiti MREL per esse specifici (ciò non solo per le G-SIB ma per tutti gli enti creditizi dell'UE), dove la conformità MREL è da conseguirsi con strumenti subordinati alle normali passività non garantite.

Infine, la proposta di emendamento della BRRD esclude dal *bail-in* anche le passività con durata residua inferiore ai 7 giorni verso controparti centrali (*Central CounterParty*, CCP) di paesi terzi riconosciuti dall'ESMA in virtù del regime di equivalenza dei paesi terzi (3CE).<sup>51</sup>

## 2.6 Interazione tra gli aiuti di Stato e i quadri di risoluzione

Il campo di applicazione dello strumento di *bail-in* è vincolato dal regime degli aiuti di Stato e dalle esenzioni di legge concesse ad alcune categorie di creditori. *Ciò che si colloca nel mezzo, tra i due elementi vincolanti, è in linea di principio ammissibile al bail-in secondo la gerarchia dei creditori definita dalla legislazione nazionale sull'insolvenza.*

Per quanto concerne l'interazione tra il quadro degli aiuti di Stato e il quadro della risoluzione, si osserva in primo luogo che la necessità degli aiuti di Stato porterebbe di per sé all'inesistenza della risoluzione; in questo senso, pertanto, il finanziamento pubblico non può considerarsi una misura di risoluzione. Che un ente

50 A beneficio agli attuali detentori di titoli di debito *senior*, il cui rango rimarrà *senior* sia in caso di insolvenza sia in caso di risoluzione.

51 Regolamento 648/2012/UE (EMIR). Le passività di pari durata residua verso controparti centrali UE, designate in conformità con la Direttiva 98/26/CE, sono già escluse dal *bail-in* ai sensi dell'articolo 44, comma 2, lettera f) della BRRD.

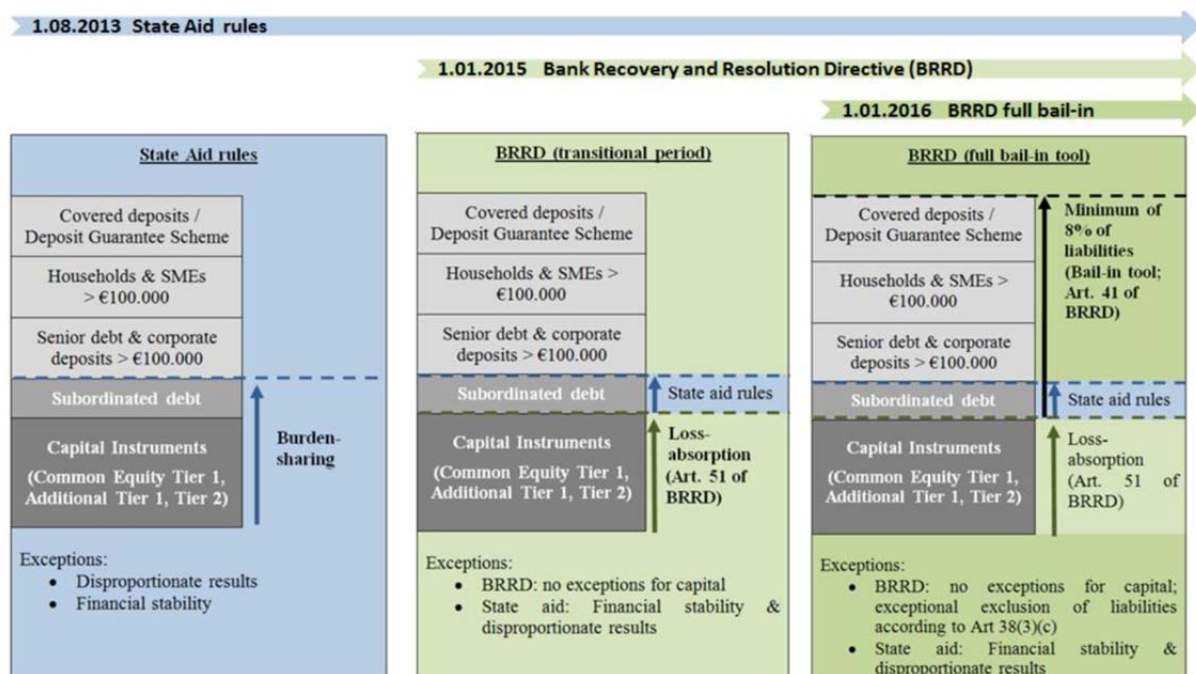
raggiunga il proprio punto di insostenibilità (*Point Of Non-Viability*, PONV) soddisfacendo o non soddisfacendo le condizioni per la risoluzione, le risorse private sono sempre le prime a entrare in gioco per ripristinare la sostenibilità della banca<sup>52</sup> o per rifinanziarla. Si evita il ricorso ai fondi pubblici nella misura in cui esso costituirebbe violazione della normativa UE in materia di aiuti di Stato.

Vi è tuttavia il processo di risoluzione che lascia un certo margine di manovra per l'accesso a fondi esterni alla banca in dissesto - principalmente mediante il Fondo di Risoluzione Unico (*Single Resolution Fund*, SRF) - ma ciò solo dopo che si sia compiuto tutto quanto possibile per ridurre le perdite con contributi privati. L'eventuale ricorso a fondi esterni in uno scenario di risoluzione deve essere debitamente autorizzato, come già ricordato, conformemente alle norme in materia di aiuti di Stato specificate nella nuova Comunicazione sul settore bancario.

Per quanto riguarda l'ordine dei crediti, i due quadri sono coerenti; la differenza principale tra essi risiede nella portata dei requisiti di risoluzione: le norme sugli aiuti di Stato non prevedono infatti il coinvolgimento del debito *senior* e dei depositi protetti, che è necessario per la piena attuazione del *bail-in*.

Diversamente, il principio guida per la valutazione dei casi di risoluzione prevede che le norme in materia di aiuti di Stato si ritengano soddisfatte quando vi sia un'adeguata condivisione degli oneri ai sensi della Comunicazione sul settore bancario, ma in tal caso l'ente dovrà misurarsi con i requisiti di *bail-in* della BRRD.

Figura 13 - Interazione tra il quadro degli aiuti di stato e il quadro della risoluzione



Fonte: Parlamento Europeo, Unità EGOV, 2014.

52 BRRD articolo 59.



È anche importante ricordare che le decisioni della Commissione in merito alla concessione di aiuti pubblici si baseranno sempre sul regime di risoluzione predisposto dall'SRB (per gli enti soggetti all'SSM/SRM), che comprende le informazioni sull'esercizio dei poteri di *bail-in*. Pertanto, la Commissione deciderà dopo aver fatto tutte le opportune considerazioni sugli aiuti di Stato, senza necessità di estendere la struttura del regime di condivisione degli oneri applicabile ad azionisti e creditori. La Commissione potrà decidere di valutare unicamente se la proposta avanzata dal Comitato ai sensi delle norme di risoluzione contempli anche il requisito di una sufficiente condivisione degli oneri conformemente alle norme sugli aiuti di Stato. Per quanto ciò lasci spazio alla discussione tra autorità di risoluzione e autorità garanti della concorrenza, sembra non vi siano contraddizioni nell'esercizio delle due attività.

L'affidamento sull'uso della condivisione degli oneri e dello strumento di *bail-in* da parte delle autorità di risoluzione e delle autorità garanti della concorrenza è sufficiente a generare un impatto diretto sul rischio degli strumenti di capitale nel settore bancario; di conseguenza, se non adeguatamente disciplinati, la condivisione degli oneri e il *bail-in* anziché stabilizzare il sistema potrebbero di fatto diventare fonte di instabilità, soprattutto in condizioni di debolezza diffusa del sistema bancario.<sup>53</sup> Come dimostrano i recenti casi italiani e spagnoli di risanamento, risoluzione e liquidazione, le implicazioni politiche derivanti dalla necessità di svalutare gli strumenti di debito subordinato si fanno particolarmente evidenti in caso di vendita e di *mis-selling* a investitori ordinari o istituzionali (all'epoca) ignari del problema.

Ciò sottolinea anche le difficoltà dell'applicazione retroattiva delle nuove norme di svalutazione e conversione di vecchi strumenti di debito, in particolare di quelli emessi prima del 2013.<sup>54</sup>

### 3 Breve comparazione con gli Stati Uniti considerati come esempio dei rischi insiti negli attriti transfrontalieri e nella concorrenza regolamentare. MREL/TLAC infragruppo e i problemi legati alla diversità tra le legislazioni

Dopo la crisi finanziaria, il meccanismo del *bail-in* e della svalutazione dei titoli dei creditori è divenuto intrinseco all'architettura e al funzionamento del processo di risoluzione applicato alle istituzioni finanziarie di rilevanza sistemica (*Systemically Important Financial Institution, SIFI*), pertanto tali principi si estendono

53 Secondo queste linee: C. Hadjiemmanuil, *Limits on state-funded bailouts in the EU bank resolution regime*, EBI Working Paper Series, 2017, No.2, rileva anche come la lunghezza dell'iter burocratico della risoluzione (tra i governi nazionali, la Commissione e la BCE) possa di per sé costituire un ostacolo alla stabilità; E. Avgouleas, C. Goodhart, *Critical Reflections on Bank Bail-ins*, in *Journal of Financial Regulation*, 1, p. 3-29; A. Gardella, *Bail-in and the Two Dimensions of Burden-Sharing* (November 2, 2015), ECB Legal Conference, 2015; A.D. Persaud, *Why Bail-In Securities are Fool's Gold*, Peterson Institute for International Economics Policy Brief, 2014, PB14-23.

54 Per una critica degli inconvenienti della retroattività delle norme di risoluzione cfr. Consob Relazione annuale 2016, presentata all'incontro annuale con il mercato finanziario l'8 maggio 2017.

oltre i confini dell'Unione Europea. Vi sono tuttavia differenze significative in termini di approccio macro-regionale, il che apre la strada ad attriti nell'applicazione di regimi di risoluzione a carattere transfrontaliero, come per esempio accadrebbe nel caso di un conglomerato finanziario in dissesto che richiedesse di far riferimento al contempo al quadro europeo e a quello statunitense. Ciò giustifica una pausa di riflessione e una breve digressione comparativa. Si procede di seguito a una comparazione esclusiva con gli Stati Uniti, paese in cui hanno origine i più rilevanti conglomerati finanziari aventi operatività materiale in Europa tramite filiazioni e in cui operano, anche tramite filiali, diverse banche europee rilevanti. Gli stessi problemi si riscontrano comunque anche con Cina, Giappone e molte altre giurisdizioni terze, e sulla stessa scia si collocheranno, a tempo debito, gli effetti indesiderati della Brexit.

Il Titolo II del Dodd-Frank Act ha adottato il processo di svalutazione con un obiettivo diverso, cioè per conferire una sufficiente quantità di capitale agli enti la cui capogruppo sia sottoposta a risoluzione, una volta completata la liquidazione. Le perdite a livello delle filiazioni saranno attribuite a monte alla capogruppo; in caso di perdite eccessive, ciò porterà al fallimento della capogruppo di primo rango, che dovrà entrare in amministrazione controllata; le conseguenti perdite saranno accollate agli azionisti e ai creditori non garantiti della capogruppo. Il Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) funge da curatore fallimentare per le società finanziarie in dissesto, acquisendo tutti i diritti e i poteri dei creditori dell'ente in risoluzione ed estinguendo tutti i diritti e i crediti patrimoniali degli azionisti e dei creditori. Il solo privilegio che questi conservano è il diritto a ricevere il pagamento secondo le disposizioni della sezione 210 del Dodd-Frank Act. Il FDIC procede quindi a istituire una capogruppo-ponte, chiamata "NewCo", cui vengono cedute le eventuali filiazioni ancora operative e in buona salute.

La sezione 210 del Dodd-Frank Act prevede inoltre che il FDIC stabilisca una "piramide" di priorità dei crediti da trattare in sede di risoluzione per evitare il ricorso al denaro dei contribuenti. Segue un processo di svalutazione, processo che comporta lo scambio di debiti contro titoli secondo la priorità di ciascun credito, in combinazione con l'emissione di titoli di debito e capitale nella NewCo. Questo potere discrezionale nella scelta è stato alquanto frenato dall'introduzione di una misura a tutela dei creditori, per i quali si prevede il diritto di ricevere almeno ciò che avrebbero ricevuto se si fosse proceduto a liquidazione ai sensi del Capitolo 7 del Codice fallimentare anziché a risoluzione.

L'introduzione, con il Dodd-Frank Act, di una Orderly Liquidation Authority (OLA) - una riforma fondamentale attualmente sotto minaccia di revoca per effetto del 2017 Financial Choice Act Bill - ha ampliato l'autorità del FDIC in materia di risoluzione, consentendo di scegliere quali attività e quali passività cedere a terzi, e potenzialmente anche consentendo trattamenti diversi per creditori tra loro "simili". Lo scambio di titoli contro crediti è basato sulla valutazione della nuova società-ponte a cura di un gruppo di consulenti nominati dal consiglio di amministrazione della NewCo. Il FDIC ha chiarito che il capitale proprio, il debito subordinato e una quota rilevante delle passività non garantite della capogruppo in dissesto devono restare disponibili per i creditori.

Diversamente dal regime di risoluzione europeo, l'approccio stabilito dal Dodd-Frank Act consente unicamente di trattare l'ente in dissesto come una cessata attività, con un processo di "closed-bank" *bail-in* (capitalizzazione dell'ente ponte) per le SIFI. Diversamente, la BRRD e il Meccanismo europeo di stabilità (MES) contemplano la possibilità che la banca continui a essere considerata come un'impresa attiva e che si possa procedere al *bail-in* anche per una ricapitalizzazione finalizzata al ripristino della buona salute della banca. In particolare, la Orderly Liquidation Authority (OLA) statunitense si occupa della liquidazione di capogruppo bancarie utilizzando il processo di *bail-in* per garantire la continuità operativa delle filiazioni. Entrambe le giurisdizioni, europea e statunitense, anticipano il *bail-in* come sostituto della liquidazione definitiva del gruppo finanziario nel suo insieme o di parti di esso, in combinazione con altri strumenti di risoluzione.

A fronte di tali differenze d'approccio sorgono numerose questioni sul trattamento della pianificazione della risoluzione di gruppi finanziari transfrontalieri operanti sia in Europa sia negli Stati Uniti e del MREL consolidato.

Dal punto di vista regolamentare, il quadro è ancora in costruzione. Il 16 dicembre 2016, per esempio, il Consiglio per la stabilità finanziaria ha pubblicato un documento consultivo sulla capacità totale interna di assorbimento delle perdite delle G-SIB ("TLAC interna"), proponendo un insieme di principi guida di alto livello volti a supportare autorità d'origine e autorità ospitanti nella gestione di crisi di gruppi bancari di rilevanza sistemica globale. Tali principi guida, tesi all'implementazione dei principi sulla TLAC del Consiglio per la stabilità finanziaria, prevedono che: I) le autorità ospitanti possano confidare nella sufficienza della capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione rese disponibili alle filiazioni nelle rispettive giurisdizioni, con certezza giuridica del punto d'avvio della risoluzione; II) gli strumenti ammissibili per il requisito minimo TLAC sono giuridicamente vincolanti. Il documento di consultazione stabilisce come principio generale che l'entità in risoluzione funga genericamente da fonte della capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione per le proprie filiazioni o sottogruppi significativi; ciò quando dette filiazioni siano esse stesse in risoluzione. A tal fine, vanno implementare i meccanismi di legge per la TLAC interna, volti a riversare le risorse a valle, sulle filiazioni o sottogruppi significativi. Il documento consultivo propone appunto un insieme di principi guida di alto livello volti a indirizzare in tal senso le autorità ospitanti. Sotto questo aspetto va notato che il principio guida 11 richiede che la TLAC interna sia disciplinata dalle leggi della giurisdizione di costituzione dell'entità sottogruppo significativa che emette la TLAC interna. La TLAC interna può essere emessa ai sensi delle o assoggettata alle leggi di un'altra giurisdizione quando ai sensi di tali leggi l'applicazione di strumenti di risoluzione da parte dell'autorità di risoluzione competente oppure la svalutazione o la conversione in capitale di strumenti al PONV da parte dell'autorità di risoluzione competente siano validi ed eseguibili per effetto di disposizioni di legge vincolanti o di disposizioni contrattuali esecutive per il riconoscimento delle azioni di risoluzione e dei poteri legali di svalutazione al PONV. A sua volta, il principio 20 prevede che le autorità d'origine e le autorità ospitanti assicurino che la svalutazione e/o conversione in capitale della TLAC interna nella forma strumenti di capitale regolamentare detenuti da terzi non diano luogo al rischio materiale di ricorso in sede giurisdizionale. La diversità di approccio giuridico nelle diverse giurisdizioni competenti potrebbe infatti assumere un'importanza rilevante.

Il Report 2016 dell'EBA a sua volta sottolinea la necessità di rafforzare l'attuale approccio alla risoluzione infragruppo di cui all'articolo 45 della BRRD. Come osservato dall'EBA, l'idea di base su cui si fonda la BRRD è che la capacità interna di assorbimento delle perdite assicuri che all'interno di un gruppo le perdite vengano trasmesse dalle entità d'origine a quelle entità in cui si possa procedere ad azioni di risoluzione. Le entità di risoluzione, alle quali si applicano gli strumenti di risoluzione, emettono verso terzi passività ammissibili al MREL (MREL esterno); il ricavato di tale emissione viene quindi diretto (in tutto o in parte) a valle, alle filiazioni, abbinato a strumenti rappresentativi di capitale o di debito emessi dall'entità di risoluzione come risorse MREL "interne". Queste risorse MREL interne costituiscono un meccanismo per passare le perdite dalla società operative (OpCos, che svolgono funzioni di importanza critica e in cui si originano le perdite) all'entità di risoluzione, in attuazione della strategia di risoluzione. Di conseguenza, l'entità di risoluzione può (e deve) essere messa in risoluzione senza significative interruzioni delle funzioni economiche essenziali dislocate presso le filiazioni. Questa è la logica sottesa sia al Term Sheet per la TLAC del Consiglio per la stabilità finanziaria sia alla BRRD. Tuttavia, è più facile a dirsi che a farsi, basti pensare alle importanti differenze tuttora esistenti tra le diverse giurisdizioni. Non sorprende che l'EBA osservi che "quando si tratta di disposizioni concrete tese a questo obiettivo, il Term Sheet per la TLAC del Consiglio per la stabilità finanziaria è più preciso e concreto della BRRD":

"Il Term Sheet richiede l'individuazione delle entità di risoluzione e che i sottogruppi significativi soddisfino un requisito TLAC interno (iTLAC). L'entità di risoluzione funge da fonte della capacità di assorbimento delle perdite e di ricapitalizzazione per i propri sottogruppi significativi. Mentre gli strumenti TLAC esterni sono emessi al livello dell'entità di risoluzione, le entità dipendenti emettono iTLAC che l'entità di risoluzione sottoscrive e lascia "pre-collocati" nei sottogruppi significativi in un intervallo dal 75% a 90% del requisito TLAC esterno minimo, secondo le dimensioni e le esposizioni al rischio dei sottogruppi significativi. Gli strumenti ammissibili all'iTLAC devono essere emessi internamente e subordinati alle passività operative della filiazione, per evitare modifiche nel controllo della stessa e limitare il rischio di pretese alimentate dal principio secondo cui "nessun creditore può essere svantaggiato" (*no creditor worse off*, NCWO). Gli strumenti ammissibili all'iTLAC devono essere assoggettati al potere di svalutazione e/o conversione da parte dell'autorità ospitante al PONV della filiazione, senza ingresso della filiazione nella risoluzione formale. Per contro, la BRRD non indica requisiti specifici per gli strumenti MREL emessi internamente e non distingue in alcun modo tra la determinazione del MREL interno e di quello esterno. (...) Queste disposizioni non definiscono nel dettaglio le conseguenze delle strategie di risoluzione in termini di individuazione delle entità di risoluzione, requisiti per le emissioni interne, requisiti di subordinazione o innesco della conversione; ne consegue che le disposizioni della BRRD, pur consistenti negli obiettivi, hanno portata molto ampia e affidano la propria implementazione alle autorità di risoluzione, subordinandola all'accordo tra le stesse, senza dare visibilità a un'eventuale forma e calibrazione corrette del MREL interno al di sotto di livello consolidato. Ciò può causare disaccordo all'interno dei collegi e rendere molto difficile la mediazione dell'EBA in un contesto in cui si fornisce scarso orientamento e mancano norme inderogabili. Inoltre, implementare il Term Sheet della TLAC per le G-SIB senza modificare il quadro generale per la più ampia popolazione di banche potrebbe esacerbare le attuali carenze e creare discrepanze nell'approccio alle G-SIB e alle altre banche".

In questo contesto, l'EBA raccomanda di raffinare il quadro attuale per porre in atto la raccomandazione del Consiglio per la stabilità finanziaria in materia di iTLAC e, più in generale, per assicurare l'allineamento tra il MREL interno e la risoluzione. "In un quadro rivisto, le autorità di risoluzione dovrebbero individuare le entità di risoluzione

nel piano di risoluzione e richiedere alle altre entità di procedere al MREL interno secondo quanto opportuno in base al trattamento per esse previsto dalla strategia di risoluzione. Il MREL interno dovrebbe essere subordinato ad altre passività per assicurare la trasmissione a monte delle perdite e limitare il rischio di un cambio nel controllo. A un'entità con un requisito MREL interno impostato in questo modo potrebbe anche non imporsi un requisito MREL esterno, ed essa potrebbe soddisfare i propri requisiti MREL mediante l'emissione di MREL interno. La svalutazione al PONV del MREL di una filiazione dovrebbe essere possibile per tutti gli strumenti ammissibili al MREL e non solo per gli strumenti di capitale. A tal fine, si potrebbe estendere l'articolo 59 della BRRD a tutti gli strumenti MREL interni subordinati (anziché limitarlo ai soli strumenti di capitale), in modo da consentire la svalutazione degli strumenti MREL interni al PONV dell'entità interessata. Tale estensione potrebbe attuarsi anche con l'introduzione di clausole contrattuali di svalutazione al PONV per gli strumenti MREL interni".

In sintesi, l'EBA raccomanda che "il quadro del MREL sia emendato in modo da prevedere l'individuazione delle entità di risoluzione e l'assegnazione di strumenti MREL subordinati emessi internamente al livello delle entità non di risoluzione. Il quadro legislativo dovrebbe inoltre prevedere un requisito che imponga la previsione di disposizioni contrattuali che consentano la svalutazione o conversione degli strumenti di MREL interni oppure, in alternativa, un'estensione dell'ambito di applicazione dell'articolo 59 (svalutazione al PONV) per tutti gli strumenti MREL interni, anziché per i soli strumenti di capitale. Nel quadro infragruppo rivisto, l'Unione Europea dovrebbe essere trattata come un'unica giurisdizione per quanto concerne il requisito iTLAC. Di conseguenza, la BRRD dovrebbe attuare un requisito interno minimo per i sottogruppi significativi di G-SIB estere nell'UE".

Solo il tempo dirà se queste raccomandazioni riusciranno a smorzare gli attriti transfrontalieri dovuti all'arbitraggio normativo.

Per il momento appare significativo che l'SRB, come emerge dal documento sull'approccio al MREL del 2016 (p. 6), abbia infine deciso di definire "i target informativi del MREL per il 2016 al solo livello consolidato senza cercare di affrontare in questa fase l'interazione tra entità facenti parte del medesimo gruppo bancario, cioè con il MREL interno. Inoltre, i *target* informativi sono stati valutati considerando il *bail-in* come il principale strumento di risoluzione in combinazione con una strategia basata su un punto d'avvio singolo (*Single Point of Entry, SPE*)".

Tale cauto approccio da parte dell'SRB è comprensibile, tuttavia non affronta alcune delle pressanti questioni relative allo stato dei grandi gruppi finanziari che vedono la compresenza dell'UE e di paesi terzi e che costituiscono il principale motivo per l'adozione, in primo luogo, delle norme MREL. Per rendere la questione più concreta, si consideri ora un caso che coinvolga al contempo Stati Uniti ed Unione Europea. Se, per esempio, una banca soggetta alla disciplina di risoluzione dell'UE emette debito soggetto al diritto dello Stato di New York, il *bail-in* di tale debito non sarà soggetto al sistema di reciproco e automatico riconoscimento ai sensi della BRRD e porrà sfide difficili dal punto di vista giuridico. Non è dato sapere se l'azione di risoluzione, non contemplata dai trattati internazionali, possa di per sé essere oggetto di riconoscimento. Inoltre, in assenza di espliciti accordi di cooperazione, non si può nemmeno prevedere l'atteggiamento delle autorità di risoluzione statunitensi verso un'azione di risoluzione dell'Unione Europea. Sarebbe opportuno decidere se la "risoluzione" possa essere assoggettata al sistema di reciproco riconoscimento abbracciato dal Modello di legge sull'insolvenza transfrontaliero della Commissione delle Nazioni Unite per il diritto commerciale internazionale (UNCITRAL), integrata nel *Bankruptcy Code* statunitense al

capitolo 15. In assenza di quanto sopra, le autorità di risoluzione statunitensi potrebbero decidere a favore della cooperazione e cercare di dare attuazione alle disposizioni delle autorità di risoluzione dell'UE; ciò non costituirebbe tuttavia il riconoscimento e l'esecuzione negli Stati Uniti di una disposizione dell'UE, bensì l'adozione unilaterale e spontanea di tale disposizione da parte delle autorità statunitensi. Anche se venisse concessa *prima facie*, tale assistenza sarebbe soggetta a un'eccezione di ordine pubblico, in caso di applicazione del quadro sull'insolvenza, oppure alla piena discrezionalità delle autorità di risoluzione, se si applicasse il quadro di risoluzione. Di conseguenza, se gli investitori statunitensi lamentassero un trattamento discriminatorio, ne nascerebbero questioni complesse.

Ciò potrebbe dar luogo a due rischi diversi e contrapposti. Uno sarebbe il rischio associato al comportamento opportunistico di una banca soggetta alle norme dell'UE che includesse tra le proprie passività ammissibili al MREL anche quelle soggette alla legislazione statunitense, pur sapendo che tali passività sarebbero molto più resistenti al *bail-in*. All'estremo opposto vi è tuttavia il rischio che si materializza ora, cioè che le autorità di risoluzione dell'UE escludano dai fini del MREL tutte le passività soggette alla legge degli Stati Uniti, nonostante alcune di esse siano ammissibili al MREL. Ciò può costituire violazione delle disposizioni della BRRD che prevedono che le autorità di risoluzione "possano richiedere" all'ente di dimostrare l'efficacia delle decisioni di *bail-in* nel paese terzo, e, in caso, rifiutare l'inclusione ai fini del MREL; tuttavia, la BRRD non prevede un rifiuto secco e incondizionato ogni volta che il debito sia soggetto alla legislazione di un paese terzo.

Se lo scenario appare poco incoraggiante per passività quali i titoli di debito, si provi a immaginare scenari più complessi, per esempio con il coinvolgimento di passività di altro tipo quali derivati o titoli incorporanti derivati. Anche se queste passività sono escluse da MREL, si può procedere al *bail-in* in situazioni in cui non vi è piena conformità MREL o le passività ammissibili al MREL non sono sufficienti alla piena ricapitalizzazione, cosicché non serve il *bail-in* di passività non ammissibili al MREL. Le autorità dell'UE in tale scenario potrebbero ritenere una soluzione adeguata il *bail-in* delle *credit-linked note* o derivati analoghi che soddisfino altri requisiti di ammissibilità al MREL e non costituiscano passività "operative". Le autorità e i tribunali statunitensi potrebbero tuttavia non vedere con favore un *bail-in* che coinvolga i "loro" titoli derivati ma escluda le passività operative europee.

Questo è solo un esempio di come la disciplina del *bail-in* e quella del MREL possano avere l'effetto di irrigidire i movimenti di capitale e promuovere la balcanizzazione del settore bancario. Si consideri ora che tali norme s'inseriscono nel più ampio contesto di pianificazione della risoluzione, cioè che gli strumenti ammissibili al MREL devono essere collocati in modo coerente con la strategia di risoluzione. Le norme dell'UE non predeterminano la strategia da seguire, mentre tra le autorità di risoluzione degli Stati Uniti (come anche di Regno Unito e Francia) si è sviluppata una preferenza per le strategie SPE. Se si adottasse tale strategia solo per il vertice dei gruppi, l'immagine sarebbe chiara. Il problema è che alcuni grandi gruppi bancari possono avere filiazioni in altre giurisdizioni che sono a loro volta di rilevanza sistemica. Se per esempio un gruppo bancario domiciliato nell'UE ha attività negli Stati Uniti che lo qualificano come di rilevanza sistemica, o viceversa un gruppo bancario domiciliato negli Stati Uniti ha attività nell'UE che lo qualificano come di rilevanza sistemica, l'autorità di risoluzione della giurisdizione d'origine della capogruppo può imporre una strategia a punto d'avvio singolo (SPE), il che significa che le filiazioni dovranno emettere "MREL interno" da sottoscrivere dalla capogruppo, e questa sarà l'unica "autorità di risoluzione". Tuttavia,

se anche l'autorità di risoluzione del paese della filiazione optasse per una strategia SPE e considerasse la presenza del gruppo estero come di rilevanza sistemica, il gruppo potrebbe trovarsi a dover creare una capogruppo intermedia domiciliata negli Stati Uniti (se il gruppo è europeo) o domiciliata nell'UE (se il gruppo è statunitense), che possa emettere strumenti "MREL esterni". Per quanto il fine sia il *bail-in* del debito, i detentori del debito della capogruppo intermedia sarebbero consapevoli del fatto che dietro quel debito non c'è il gruppo? Che cosa succederebbe se il debito delle capogruppo intermedie fosse detenuto in parte dalla capogruppo e in parte da terzi, per esempio da investitori?

Queste considerazioni mostrano come possano sorgere problemi anche al livello meno complesso, cioè quando tutte le giurisdizioni abbiano specifiche norme di risoluzione, riconoscano il *bail-in*, abbiano un requisito analogo al MREL e promuovano una strategia a singolo punto d'avvio; la tipologia dei rischi sarebbe poco chiara persino in questa situazione.

## 4 Un "new normal" senza periodo di transizione: la rilevanza della tutela della proprietà e della tutela degli investitori ordinari

In precedenza si è dimostrato come la "condivisione degli oneri" si sia evoluta dall'essere un requisito relativo agli aiuti di Stato per il settore bancario fino a diventare la principale politica strumentale per la risoluzione bancaria prima e la vigilanza bancaria poi. La condivisione degli oneri è volta al conseguimento di un equilibrio tra la tutela delle entità e la prevenzione del rischio morale. La questione è se questa nuova politica possa trovare una sorta di limite nei diritti e principi fondamentali a essa preesistenti, i quali potrebbero servire a controllare o bilanciare in qualche modo i suoi potenziali eccessi. Ciò è di particolare rilevanza nel nostro contesto, perché almeno alcune delle obbligazioni subordinate delle banche italiane svalutate o convertite nella recente crisi bancaria erano state emesse prima del 2013. La presente sezione si propone di esaminare se a) il diritto di proprietà possa rappresentare una minaccia diretta per la politica di condivisione degli oneri, e b) quali siano le eventuali altre trappole nascoste che insidiano questa politica. *Si esaminerà inoltre se c) nel valutare la possibilità di applicare lo strumento del bail-in alle passività ordinarie l'Autorità di Risoluzione debba considerare la valutazione di vigilanza sulla corretta attuazione del grado di conformità delle banche alle norme in materia di tutela degli investitori ordinari (e alla MiFID in particolare).*

### 4.1 Il diritto di proprietà rappresenta una minaccia diretta per l'esercizio della condivisione degli oneri?

Un investitore che si fosse addormentato nel 2009 (attenzione, in piena crisi!) e si svegliasse oggi rimarrebbe sorpreso dall'enfasi posta a livello di diritto e di



politica sulla "sofferenza" degli investitori.<sup>55</sup> Sarebbe quindi comprensibile se egli trovasse poco attraente la prospettiva di investire in prodotti strumentali alla salute finanziaria della banca. Peggio ancora, egli potrebbe trovare che la banca presso cui aveva investito si trova in dissesto e che le autorità pubbliche, lungi dall'interessarsi alle relative perdite, si compiacciono di farne un caso esemplare. A un certo livello, è comprensibile che gli investitori lamentino che "le regole sono cambiate" e che "interferiscono" con il loro diritto di proprietà; la questione è se a tali osservazioni si possa in qualche modo rispondere, al di là di una mera manifestazione di simpatia.

In breve, la risposta alla domanda è "no", almeno se si esamina la giurisprudenza della Corte di giustizia dell'Unione Europea (CGUE) e della Corte europea dei diritti dell'uomo (CEDU) sul diritto di proprietà. I principali precedenti in materia sono le sentenze Grainger della CEDU<sup>56</sup>, e Kotnik,<sup>57</sup> Dowling<sup>58</sup> e Ledra Advertising<sup>59</sup> della CGUE. La sentenza Grainger fu la prima del periodo post-crisi ed è nota anche come "caso Northern Rock", in quanto riguardava il caso di nazionalizzazione dell'omonima entità, con successivo ordine di risarcimento degli azionisti. Nel procedere a tale valutazione, tuttavia, il valutatore indipendente fu espressamente istruito ad assumere che alla banca non si sarebbe concessa alcuna forma di assistenza finanziaria.<sup>60</sup> La Corte ha ritenuto che I) al governo si sarebbe dovuto concedere un ampio margine di apprezzamento;<sup>61</sup> II) la compensazione zero non era dovuta a istruzioni del governo bensì al fatto che il patrimonio della società non bastava a compensarne le passività;<sup>62</sup> III) il ricorrente non era stato in grado di dimostrare che lo stato della Northern Rock era dovuto a una lacuna normativa delle autorità statali;<sup>63</sup> IV) niente costringeva le autorità pubbliche a coprire i debiti di un ente privato;<sup>64</sup> V) la decisione del governo, lungi dall'essere "manifestamente priva di ragionevole fondamento" (lo standard di revisione quando le autorità statali godono di un ampio margine di apprezzamento), era correttamente fondata sulla politica di prevenzione del rischio morale.<sup>65</sup>

Prima di esaminare più nel dettaglio la decisione, è opportuno completare il quadro con riferimento al caso Kotnik,<sup>66</sup> che, come il caso Dowling,<sup>67</sup> ripete molte

55 La versione in lingua inglese della BRRD nell'articolo 34 utilizza il verbo "bear", piuttosto neutro, ma nei considerandi (55), (67) e (71) e negli articoli 107, comma 3, e 109, comma 1 utilizza "suffer".

56 *Application 34940/10 Dennis Grainger and others v. the United Kingdom*, 10 luglio 2012 (di seguito: Grainger).

57 *Tadej Kotnik and Others v. Državni zbor Republike Slovenije*, C-526/14 del 19 luglio 2016 ECLI:EU:C:2016:570 (di seguito: Kotnik).

58 *Gerard Dowling and Others v. Minister for Finance*, C-41/15 dell'8 novembre 2016, ECLI:EU:C:2016:836 (di seguito: Dowling).

59 *Ledra Advertising Ltd and Others v. European Commission and European Central Bank*, C-8/15 P del 20 settembre 2016, ECLI:EU:C:2016:701, (di seguito: Ledra).

60 Grainger in 11, 21, 23. Il governo aveva esteso l'assistenza finanziaria a titolo di prestatore di ultima istanza (*Lender of Last Resort*, LoLR).

61 Grainger 39.

62 Grainger 40.

63 Grainger 41.

64 Grainger 42.

65 Grainger 42.

66 Kotnik.

argomentazioni e stabilisce il quadro dell'intervento pubblico nel dissesto bancario e nella condivisione degli oneri. In quella sentenza non venne contestata una singola misura di intervento, bensì la Comunicazione della Commissione Europea in materia di aiuti di Stato nel settore bancario.<sup>68</sup> Pertanto, non si trattava più di una decisione isolata con cui le autorità revocavano il sostegno pubblico; piuttosto, la Commissione preannunciava che qualsiasi forma di sostegno pubblico esteso alle banche in dissesto sarebbe stata considerata una forma di aiuto di Stato, e perciò illegale senza l'adempimento di requisiti specifici, il più importante (o il più controverso) dei quali era l'obbligo di condivisione degli oneri tra gli azionisti e i detentori del debito dell'entità.<sup>69</sup> La CGUE ha ritenuto che i) gli azionisti o detentori del debito di una banca non possono fare "legittimo affidamento" sulla concessione di assistenza finanziaria alla banca;<sup>70</sup> II) non era giustificata la previsione di un periodo transitorio in cui gli Stati potessero adeguarsi a questo regime, poiché non si era creato un legittimo affidamento e, anche in tal caso, *l'obiettivo di garantire la stabilità del sistema finanziario evitando un'eccessiva spesa pubblica e riducendo al minimo le distorsioni della concorrenza* era qualificabile come interesse politico prioritario giustificante l'esclusione di eventuali periodi di transizione; III) le misure di condivisione degli oneri indicate nella Comunicazione sul settore bancario non davano luogo a illecite interferenze con i diritti di proprietà, poiché esse non imponevano perdite agli azionisti e i detentori del debito avrebbero subito perdite solamente dopo un primo assorbimento da parte degli azionisti, con il massimo della perdita nei procedimenti di insolvenza.<sup>71</sup>

67 Dowling.

68 Comunicazione della Commissione relativa all'applicazione, dal 1° agosto 2013, delle norme in materia di aiuti di Stato alle misure di sostegno alle banche nel contesto della crisi finanziaria («La comunicazione sul settore bancario»), GU C 216 del 30.7.2013, p. 1-15.

69 Comunicazione sul settore bancario paragrafi 40 – 46.

70 "[G]li azionisti e i creditori subordinati delle banche oggetto di misure di condivisione degli oneri, previste ai punti da 40 a 46 della comunicazione sul settore bancario, quali quelle di cui al procedimento principale, non possono avvalersi del principio di tutela del legittimo affidamento per opporsi all'attuazione delle misure in parola. 64 Da un lato, infatti, gli azionisti e i creditori subordinati delle banche interessate non disponevano di alcuna garanzia proveniente dalla Commissione quanto al fatto che essa avrebbe approvato un aiuto di Stato per affrontare la carenza di capitale di dette banche. Dall'altro lato, gli investitori in parola non avevano ricevuto la rassicurazione che, tra le misure destinate ad affrontare il deficit di capitale delle banche beneficiarie dell'aiuto di Stato autorizzato dalla Commissione, non ve ne fossero alcune tali da incidere sui loro investimenti. 65 Inoltre, la circostanza che, nel corso della prima fase della crisi finanziaria internazionale, i creditori subordinati non fossero stati invitati a contribuire al salvataggio degli istituti di credito, come ricordato dalla Commissione al punto 17 della comunicazione sul settore bancario, non consente ai creditori di cui al procedimento principale di avvalersi del principio di tutela del legittimo affidamento. 66 Infatti, una simile circostanza non può essere considerata come una rassicurazione precisa, incondizionata e concordante tale da far sorgere in capo ad azionisti e creditori subordinati il legittimo affidamento di non essere sottoposti in futuro a misure di condivisione degli oneri. Come già dichiarato dalla Corte, se il principio della tutela del legittimo affidamento è uno dei principi fondamentali dell'Unione, gli operatori economici non possono fare legittimamente affidamento sulla conservazione di una situazione esistente che può essere modificata nell'ambito del potere discrezionale delle istituzioni dell'Unione, specialmente in un settore come quello degli aiuti di Stato, il cui oggetto implica un costante adattamento in funzione dei mutamenti della situazione economica". *Kotnik* 63-66.

71 Detti creditori devono contribuire a ridurre la carenza di capitale I) solo una volta che le perdite siano state in primo luogo assorbite dal capitale e II) solo «[s]e non vi sono altre possibilità» per superare un'eventuale carenza di capitale della banca interessata o nei casi in cui la banca non soddisfi più i requisiti patrimoniali minimi obbligatori. Inoltre, il punto 46 di detta comunicazione prevede che «dovrebbe essere rispettato il principio secondo cui nessun creditore può essere svantaggiato. Così, i creditori subordinati non dovrebbero pertanto ricevere, in termini economici, meno di quanto sarebbe valso il loro strumento in caso di mancata concessione di aiuti di Stato. 78 Da tale punto 46 si

Anche se la conclusione finale è condivisibile, spiccano alcuni particolari. In primo luogo è interessante notare che la CGUE, separando l'analisi della tutela del legittimo affidamento dall'analisi del diritto di proprietà, indebolisce i diritti delle parti. Si può serenamente affermare che, in assenza di chiare misure di esproprio, quando si tratta di strumenti finanziari il diritto di proprietà di per sé consiste nel fare affidamento su una serie di aspettative circa la futura rendita del patrimonio. *L'affidamento su tali aspettative può modificarsi in modo significativo al variare del quadro istituzionale.* Si tratta di determinare se questa variazione costituisca un'"interferenza" e se l'affidamento sullo *status quo* sia legittimo. A tal proposito la Corte ha scelto l'interpretazione più restrittiva del legittimo affidamento, che deve fondarsi su "*rassicurazioni precise, incondizionate e concordanti, provenienti da fonti autorizzate ed affidabili*".<sup>72</sup> Se questo è il parametro di riferimento, c'è poco per gli investitori su cui fare affidamento, il che significa che i loro diritti di proprietà si riducono a ben poca cosa.

Ciò non significa che gli investitori dovrebbero avere il diritto di essere oggetto di bail-out, tuttavia la sentenza della Corte non procede ad alcuna distinzione, nemmeno di sfumatura, il che è chiaramente eccessivo. In primo luogo, ciò potrebbe essere inteso come applicabile anche al *normale* approvvigionamento di liquidità delle autorità pubbliche (banche centrali comprese) attraverso le operazioni sul mercato aperto e strumenti di liquidità.<sup>73</sup> Le sentenze mancano di riconoscere che il settore bancario è caratterizzato da una gestione della liquidità (approvvigionamento e prelievo) e da una fissazione dei prezzi operate dalle autorità pubbliche. In tale impostazione, dovrebbero innanzitutto riconoscersi le caratteristiche che rendono "speciale" un particolare tipo di assistenza finanziaria 'speciale', p.e. il prestatore di ultima istanza (LoLR) e la ricapitalizzazione, al fine di caratterizzare la misura come "aiuto di Stato";<sup>74</sup> diversamente, le autorità pubbliche avrebbero diritto di ritirare i normali canali di approvvigionamento di liquidità senza fornire alcuna spiegazione. In secondo luogo, le banche sono vigilate su base continuativa, ma se al termine di una verifica della qualità degli attivi (*Asset Quality Review, AQR*), di un processo di revisione e valutazione prudenziale (*Supervisory Review and Evaluation Process, SREP*), o di altri controlli di vigilanza, non si dessero formalmente loro "*rassicurazioni precise, incondizionate e concordanti*", alla luce di questo generoso standard di revisione, sarebbe giustificato un successivo e repentino mutamento nell'approccio di vigilanza sulla qualità degli attivi della banca e sulla sua redditività (e sulle sue probabilità di fallimento), che negasse i rilievi precedenti?

evinces che le misure di condivisione degli oneri alle quali sarebbe subordinata la concessione di un aiuto di Stato in favore di una banca sottocapitalizzata non possono arrecare al diritto di proprietà dei creditori subordinati un pregiudizio che questi ultimi, in caso di procedura di fallimento conseguente alla mancata concessione di un simile aiuto, non avrebbero subito».

72 Kotnik 62.

73 Indirizzo (EU) 2015/della Banca Centrale Europea del 19 dicembre 2014 sull'attuazione del quadro di riferimento della politica monetaria dell'Eurosistema (BCE/2014/60), GU L 91, 2.4.2015, p. 3.

74 A differenza di Kotnik e Dowling, in Grainger la narrativa indica nella misura analizzata una misura di prestito di ultima istanza, chiarendo che le entità hanno continuato ad avere accesso ai "normali" strumenti di liquidità. Cfr. *Grainger* 7 – 11.

Un secondo aspetto controverso dei pareri della CGUE, nonché del parere della CEDU, è che essi sembrano dare per scontato che la valutazione a zero sia una conseguenza dell'effettiva insolvenza delle entità, cioè del loro aver accumulato più passivo che attivo,<sup>75</sup> il che giustificherebbe il cambiamento del controllo sul processo decisionale.<sup>76</sup> Questo sembra escludere la possibilità di "falsi positivi", cioè che entità che si trovino semplicemente in una situazione di mancanza di liquidità siano comunque trattate come insolventi, o che entità solventi siano ciononostante considerate insolventi perché secondo la valutazione delle autorità di vigilanza il loro attivo risulterebbe inferiore al loro valore reale a causa della diversità delle metodologie utilizzate e delle conseguenti previsioni. Alcuni autori contestano tuttavia la capacità del mercato o delle autorità pubbliche di distinguere tra entità illiquide e entità insolventi, specialmente in una situazione di crisi o quando il valore effettivo dell'attivo rifletta previsioni molto complesse per il futuro.<sup>77</sup> Eppure, la CGUE sembra più propensa rispetto alla letteratura economica alla fiducia nel giudizio del mercato, che spinge l'entità oltre il limite, e delle autorità (o tribunali) che la mettono in risoluzione (o in insolvenza), o comunque la alimentano forzatamente di fondi e impongono la condivisione degli oneri. *Non si dimentichi tuttavia che i casi difficili sono la norma e non l'eccezione, e si hanno precisamente quando le banche non hanno passività superiori all'attivo e in presenza di divergenze d'opinione tra le banche e le autorità di vigilanza in merito alla valutazione dell'attivo e all'adeguatezza delle disposizioni.* Una carenza di capitale su uno o più dei requisiti patrimoniali prudenziali si ha solo a condizione che le ipotesi di tutte le autorità di vigilanza si dimostrino corrette, ma nemmeno questa è una regola fissa e, comunque, solo il tempo lo dirà. Tuttavia, se s'impone immediatamente la condivisione degli oneri, non si avrà facilmente uno scenario controfattuale che possa dimostrare ad azionisti e creditori se vi sia effettivamente una carenza o se l'espropriazione da loro subita serve semplicemente a far avverare la profezia dell'autorità. Questa situazione davvero esclude il legittimo affidamento?

Sarebbe possibile anche una lettura alternativa della giurisprudenza della CGUE secondo cui la ricapitalizzazione forzata e la condivisione degli oneri sono ammissibili solo in caso di grave perturbamento dell'economia di uno Stato Membro e per evitare il rischio sistemico;<sup>78</sup> ciò sarebbe in linea con la visione prevalente

75 In Grainger la CEDU ha statuito che: "Le ipotesi formulate hanno richiesto che il Valutatore tenesse conto della situazione di Northern Rock, la quale è sopravvissuta solo grazie al prestito di ultima istanza, un supporto che il governo ha poi cercato di toglierle. Non vi erano presupposti legali che impedissero al Valutatore di tener conto dell'attivo della società nella sua decisione sul patrimonio netto. Il fatto che il Valutare abbia ritenuto che gli ex azionisti non avevano diritto ad alcun indennizzo indica che, alla luce degli eventi dei mesi immediatamente precedenti, l'attivo della società non ne compensava le perdite". Grainger 40. In Kotnik la CGUE ha dichiarato, ai punti 74 e 75, che le misure di condivisione degli oneri in una procedura per la concessione di aiuti di Stato non sarebbe diversa da una sentenza dichiarativa di fallimento emessa da un tribunale.

76 Questo è ancora più evidente in Dowling, in cui l'assemblea degli azionisti di Irish Life ha respinto la proposta di ricapitalizzazione avanzata dal Ministro delle Finanze e ha incaricato i dirigenti di valutare altre possibili vie che portassero al medesimo risultato. La Corte di Giustizia ha comunque statuito che lo Stato poteva sottoscrivere le nuove azioni senza considerare in alcun modo i diritti di prelazione degli azionisti.

77 C. Goodhart, *Liquidity risk management, Financial Stability Review – Special Issue: Liquidity*, 2008, p. 35.

78 La CGUE ha statuito che: "Le disposizioni della seconda direttiva non ostano dunque ad una misura a carattere eccezionale riguardante il capitale sociale di una società per azioni, come l'ordinanza ingiuntiva, che le autorità nazionali abbiano adottato, in una situazione di grave perturbamento dell'economia e del sistema finanziario di uno

secondo cui il criterio dell'interesse pubblico che giustifica la risoluzione è soddisfatto soltanto quando si dimostrino chiaramente il perturbamento economico o il rischio sistemico. In tal caso, tuttavia, la domanda è che cosa accade quando un'entità è sottoposta a procedura di liquidazione e a condivisione degli oneri in assenza di perturbamento economico o rischio sistemico. In questo contesto non si può infatti escludere il rischio di falso positivo di cui sopra.

Il quadro è completato da *Mallis*<sup>79</sup> e *Ledra*.<sup>80</sup> Nella prima sentenza, la Corte di giustizia ha stabilito che le misure di ristrutturazione e risoluzione introdotte da Cipro nel quadro di un programma condizionale supportato dal Meccanismo europeo di stabilità (MES) potrebbe essere considerato come *imposto dalla* Commissione Europea e dalla BCE in virtù del loro presunto controllo del MES. Nella seconda sentenza, la Corte ha stabilito che la svalutazione e la conversione degli strumenti di debito o delle obbligazioni richieste da Cipro sulla base del protocollo d'intesa che disciplina l'intervento del MES non costituiva "un intervento sproporzionato e inammissibile che pregiudichi la sostanza stessa del diritto di proprietà dei ricorrenti". La sentenza *Mallis* non offre alcuna visione di rilievo sui diritti di proprietà, poiché si concentra sull'imputazione di alcuni provvedimenti alle autorità dell'UE, dando esito negativo. In *Ledra*, la Corte ha eluso l'obiezione rilevando che le autorità dell'UE potrebbero comunque essere ipoteticamente responsabili per il loro coinvolgimento in azioni contrarie al diritto dell'Unione Europea.<sup>81</sup> Si è comunque accertato che la conversione in azioni di un 37,5% dei depositi non assicurati della Cyprus Popular Bank, con la promessa di procedere al riacquisto di dette azioni qualora la banca fosse venuta a trovarsi sovracapitalizzata, non costituisce "un intervento sproporzionato e inammissibile che pregiudica la sostanza stessa del diritto di proprietà dei ricorrenti" alla luce dell'imminente rischio di perdite finanziarie in caso di fallimento delle banche.<sup>82</sup> Di nuovo, la conclusione può considerarsi legittima, ma la Corte non spiega come vi sia giunta, cioè se quel 37,5% sia in generale una cifra ragionevole, quale sia stato l'impatto della promessa di riacquisto, o quanto probabile o minaccioso fosse il rischio di perdite.

#### 4.2 Strumenti ammissibili al bail-in e diritti di proprietà: questioni aperte

La conclusione generale cui si può giungere sulla base delle richiamate sentenze della CGUE e dalla sentenza della CEDU nel caso *Grainger* è che gli investitori

Stato Membro, senza l'approvazione dell'assemblea generale di tale società nonché allo scopo di evitare un rischio sistemico e di garantire la stabilità finanziaria dell'Unione". Cfr. *Dowling* 50.

79 *Mallis and Malli v. Commission and ECB*, C-105/15 del 20 September 2016, EU:C:2016:702.

80 *Ledra Advertising v. Commission and ECB*, C-9/15, 20 settembre 2016.

81 Si potrebbe vedere nel caso un tentativo della Corte di stabilire dei limiti alle azioni delle istituzioni dell'UE in un ambiente che in *Pringle* era stato considerato esterno al diritto dell'UE. Cfr. la sentenza *Pringle v. Government of Ireland*, C-370/12 del 27 novembre 2012, ECLI:EU:C:2012:756. D'altro canto, si potrebbe anche sostenere che la Corte abbia sapientemente manovrato per sottoporre nominalmente l'azione delle istituzioni UE al diritto comunitario, mentre assoggettandola semplicemente all'azione di risarcimento ha posto la soglia a un'altezza che raramente si raggiunge.

82 *Ledra* 73-74.

non hanno il diritto di fare legittimo affidamento su misure di liquidità d'emergenza, che le misure di condivisione degli oneri non sono generalmente contrarie ai diritti di proprietà e che le procedure d'insolvenza sono generalmente accettate dai giudici come un valido parametro di riferimento per misurare le perdite da imporre necessariamente agli investitori, in linea con il principio secondo cui "nessun creditore può essere svantaggiato" (*no creditor worse off*, NCWO).<sup>83</sup> Ed è giusto che sia così. Al di là di questo, tuttavia, le corti non offrono molto in termini di orientamento ed è quindi facile concludere che le passate azioni di condivisione degli oneri fossero valide, ma è molto più difficile determinare quali siano stati gli elementi decisivi negli accertamenti svolti dai tribunali. *Di conseguenza è anche difficile stabilire come questi casi possano fungere da orientamento per i futuri casi sulle diverse condizioni di bail-in e su come si debba procedere in circostanze diverse.*

Le richiamate sentenze non hanno affatto esplorato quello che risulta essere l'aspetto più utile per l'esame delle decisioni in materia di *bail-in*, cioè il diverso trattamento riservato ad alcune banche (e a chi abbia investito nei loro strumenti). In Grainger, secondo gli azionisti della Northern Rock la banca era stata oggetto di un trattamento diverso rispetto ad altri grandi enti creditizi quali la Royal Bank of Scotland e la HBOS, a riprova della mancata proporzionalità della misura.<sup>84</sup> *Sorprendentemente, né le parti né la Corte hanno esplorato tale argomentazione.* Se si fosse provata la differenza di trattamento, il caso sarebbe stato certamente più credibile e le autorità pubbliche avrebbero assunto una posizione più difensiva. Esse sarebbero state infatti costrette ad argomentare I) che il prestito di ultima istanza (LoLR) era stato prorogato in considerazione del rischio che minacciava il sistema nel suo complesso, il che avrebbe rafforzato l'ipotesi secondo cui la concessione di aiuti finanziari alle banche "troppo grandi per fallire" sarebbe praticamente una questione di principio; oppure II) che il potere discrezionale associato alle misure di LoLR prevede l'esercizio di una certa "arbitrarietà" consistente nella possibilità di negare in alcuni limitati casi il ricorso al LoLR, per evitare che le istituzioni finanziarie vi facciano affidamento. Ciò avrebbe senso dal punto di vista del rischio morale, ma mal si concilia con il principio di uguaglianza, che esige che si giustificino le disparità di trattamento, per evitare che si facciano sproporzionate.

Il sussistere di un'irragionevole disparità di trattamento ha costituito la base per il buon esito del ricorso contro la legge federale austriaca sul risanamento della HYPO ALPE ADRIA BANK INTERNATIONAL AG (HaaSanG) presso la Corte costituzionale austriaca. L'HaaSanG prevedeva l'estinzione del capitale supplementare e delle emissioni di debito subordinato detenuti da terzi e coperti dalle garanzie dello Stato della Carinzia

83 BRRD articoli 73-75.

84 "Altre due grandi istituzioni del Regno Unito, la Royal Bank of Scotland e la HBOS, sono state trattate in modo completamente diverso dal governo ad appena un anno dalla nazionalizzazione della Northern Rock. A queste istituzioni è stato concesso sostegno finanziario per oltre 60 miliardi di sterline, segretamente, strutturando la trattativa in modo tale da evitare la nazionalizzazione e lasciare agli azionisti un certo valore, per quanto ridotto". Grainger 32.

con scadenza anteriore al 30 giugno 2019, con la contestuale estinzione dei titoli associati e delle relative garanzie legali. La Corte costituzionale austriaca, in linea con la CEDU e la CGUE, ha ritenuto che l'estinzione dei crediti non costituisca di per sé espropriazione, perché i crediti erano stati selezionati in base al loro valore, che era basso o nullo, con l'insolvenza come parametro di riferimento, e allo Stato doveva concedersi ampio margine discrezionale. Anche la distinzione tra creditori "normali" e creditori "subordinati" era ritenuta legittima, di nuovo prendendo a riferimento l'insolvenza. La Corte ha tuttavia ritenuto che non vi sia stata interferenza illecita con il diritto di proprietà, perché si è attuata un'ulteriore discriminazione tra i creditori subordinati con crediti a maturazione anteriore al 30 giugno 2019, con l'estinzione dei loro titoli e garanzie contestuale a quella dei crediti, mentre gli altri creditori detentori di crediti equivalenti non sono stati toccati e hanno mantenuto il diritto agli interessi.

Una seconda serie di considerazioni utili a delineare il contesto dei futuri sviluppi riguarda l'aspetto procedurale dell'adozione di provvedimenti d'intervento, un campo in cui la vigilanza finanziaria e le autorità di risoluzione possono fare meno affidamento sul carattere "speciale" del proprio status, a fronte delle usuali garanzie procedurali applicabili a ogni decisione adottata da un ente pubblico che impatti sui diritti fondamentali di una persona fisica o giuridica, diritti di proprietà compresi.

I precedenti sembrano supportare questa valutazione preliminare, sebbene con due importanti *caveat*: i precedenti non abbondano e i casi sono stati decisi in assenza di un quadro normativo analogo a quello attualmente in vigore. Ancora, in casi come Credit and Industrial Bank contro Repubblica Ceca e Capital Bank contro Bulgaria, la CEDU, corte giudicante, ha adottato un atteggiamento meno deferente.

In ambo i casi le autorità amministrative si sono dovute confrontare con una crisi finanziaria e si sono adottate misure straordinarie quali l'intervento di singole banche (rispettivamente Credit and Industrial Bank e Capital Bank) per mitigare gli effetti esterni dell'insolvenza. La dirigenza della Credit and Industrial Bank è stata rimossa, mentre alla Capital Bank è stata revocata la licenza per poi dichiarare la banca insolvente e procedere alla liquidazione. In ambo i casi diversi espedienti procedurali hanno reso impossibile alle parti la contestazione delle misure di intervento. Forse il caso più vistoso è stato quello della Credit and Industrial Bank, in cui la natura non impugnabile del provvedimento si basava sul fatto che il consiglio di amministrazione della banca era stato sostituito da un amministratore fallimentare nominato dalle autorità amministrative. Questo, dal punto di vista delle autorità, privava della possibilità di citare in giudizio a nome della banca il precedente consiglio di amministrazione della stessa, i cui membri non rappresentavano più la banca (una situazione non molto dissimile da quella recentemente trattata dal Tribunale nell'ordinanza Komerčbanka del 12 settembre 2017).

Un elemento interessante è che, per quanto nei diversi casi i ricorrenti invocassero la tutela giudiziaria e il diritto al pacifico godimento dei beni (secondo la definizione dei "diritti di proprietà" dell'articolo 1 del Protocollo n. 1), le argomentazioni non si distinguevano l'una dall'altra. In Credit and Industrial Bank la coincidenza degli argomenti è stata tale che la Corte, dopo aver dichiarato nulle le misure ai sensi del diritto di accesso alla giustizia e dei diritti procedurali, non ha ritenuto necessario riesaminare le stesse argomentazioni come da dell'articolo 1 del Protocollo n. 1. In Capital Bank, la Corte ha esaminato il controllo giurisdizionale (o la sua mancanza) della dichiarazione di insolvenza ai sensi dell'articolo 6 dei diritti procedurali della CEDU e il ritiro della licenza a norma dell'articolo 1 del Protocollo n. 1, ma ciò probabilmente più in ragione, in ambo i casi, della base giuridica scelta dal ricorrente anziché di un



particolare approccio da parte della Corte, che in entrambi i casi è stato di carattere procedurale.

Nell'ottica della CEDU, i tribunali della Repubblica Ceca nel caso Credit and Industrial Bank e i tribunali della Bulgaria nel caso Capital Bank non avrebbero avuto "piena giurisdizione". Una conclusione relativamente facile nel caso Credit and Industrial Bank, in cui sarebbe stato impossibile per il consiglio della banca esercitare concretamente l'ipotetico diritto di presentare ricorso prima della destituzione formale dei consiglieri dai poteri di rappresentanza, perché la decisione di destituzione era stata adottata senza presenza della banca e si era proceduto alla trascrizione nel registro un giorno dopo la pubblicazione della decisione, la quale indicava che non sussisteva il diritto di ricorso.

In Capital Bank contro Bulgaria, la Corte constatava una violazione sulla base del fatto che le norme precludevano il riesame in tribunale, come confermato dagli stessi giudici che rifiutavano di procedere al riesame, nonché sul fatto che la decisione della banca centrale era stata adottata da un ente amministrativo che tuttavia non può sostituire il tribunale in materia di diritti procedurali. Per motivi di diritti di proprietà, la Corte ha concluso che la mancanza di controllo giurisdizionale non ha di per sé costituito una violazione del diritto (il che a nostro avviso mostra deferenza verso i giudici), bensì ha comportato l'impossibilità per i ricorrenti di presentare il proprio caso (avendo essi ricevuto le relative notificazioni dopo l'adozione della decisione), e la contestazione contro la sentenza della banca centrale non era stata presa in esame.

Attualmente pertanto, e per quanto si possa prevedere e forse proprio per tale motivo, non vi è un quadro di riferimento particolarmente chiaro per i casi futuri. Vi è tuttavia stata una particolare considerazione nel caso Capital Bank contro Bulgaria che, dal nostro punto di vista, offre uno sfondo più interessante per la discussione: la Corte non si è infatti limitata a rilevare una violazione dei diritti *prima facie*, ma ha proceduto anche a una verifica di proporzionalità per stabilire se le misure fossero giustificabili; a tal proposito, il caso spicca come unico e isolato esempio di verifica della proporzionalità non a favore delle autorità pubbliche. Dinanzi alla Corte si è fatto ricorso anche all'immagine della spada di Damocle: le autorità hanno infatti sostenuto che fosse in gioco la stabilità finanziaria e che ciò richiedesse un margine di apprezzamento maggiore; si tratta dello stesso argomento utilizzato dalla Corte nel caso Grainger. In Capital Bank, tuttavia, la Corte non si è lasciata impressionare: la pur evidente particolarità dell'attività bancaria non può giustificare la totale mancanza di revisione da parte di organismi indipendenti, e la minaccia del panico e del contagio non sarebbe necessariamente stata scongiurata da un intervento pesante quale la revoca della licenza.

Inoltre, le circostanze del caso erano sufficientemente specifiche da raccomandare prudenza. Secondo la Corte, l'urgenza della situazione avrebbe potuto mitigarsi assicurando priorità al caso e/o imponendo termini inderogabili. Inoltre, un'autorità che sostenga che il rischio di un ricorso in sede giurisdizionale contro la revoca di una licenza potrebbe seminare il panico dovrebbe offrire una qualche base per tale affermazione. In questo caso i fatti non depongono a favore delle autorità, in quanto la revoca della licenza ha avuto luogo alcuni mesi dopo che la banca era stata dichiarata insolvente. Anche allora il rischio di panico avrebbe potuto risolversi con altre misure, quali per esempio una sospensione della licenza in attesa di una decisione giudiziaria definitiva, e/o la non pubblicizzazione dei procedimenti.

Pertanto, ciò che rende il caso interessante è la volontà della Corte di andare al di là di una valutazione del tipo "sì/no" della validità del provvedimento e fornire orienta-

menti alle autorità nazionali. Dal nostro punto di vista, la Corte ha mostrato l'intenzione di una certa generosità; se le autorità non avessero mostrato un tale palese disprezzo per la nozione di processo dovuto, il risultato sarebbe stato molto diverso. Ciò è confermato dal più recente caso Adorisio contro Paesi Bassi, in cui le autorità olandesi hanno espropriato gli investitori di una banca olandese. Sono stati dati termini molto brevi per il ricorso (10 giorni), e ancor più breve è stato il termine concesso ai querelanti per esaminare le dichiarazioni difensive del ministro: hanno avuto accesso ai documenti il pomeriggio precedente l'udienza e hanno potuto prendere visione solo della forma espunta della relazione di una società indipendente (su cui si è basata la decisione di intervento). Ancora, la CEDU non ha rilevato l'avvenuta compromissione della tutela giurisdizionale dei diritti: l'accesso ai documenti in forma espunta è stata compensata (a giudizio della Corte) dal fatto che la Divisione Giurisdizione Amministrativa aveva avuto accesso alla relazione e niente suggeriva che ciò avrebbe potuto essere oggetto di contestazione alla luce del fatto che gli argomenti addotti dai ricorrenti erano stati in apparenza ben interpretati e non era certo che essi avrebbero modificato le proprie argomentazioni o posizioni se avessero avuto accesso alle dichiarazioni della difesa.

Accettando tale premessa, la posizione della CEDU non era positiva per quanto concerne il controllo giurisdizionale; ciò non per la brevità dei termini, che appare una necessità nel contesto, quanto piuttosto perché le conclusioni della Corte sollevano la questione della possibilità di valutare la tutela giudiziaria esclusivamente sulla base di considerazioni a posteriori. Quanto sopra è naturalmente la semplificazione di un caso in cui la CEDU ha di propria iniziativa esaminato attentamente il merito della causa e i relativi dettagli per vedere se non vi fosse evidenza di mancata difesa e vulnerabilità. La valutazione della Corte è stata severa ma leale e pronta al confronto con i fatti.

Un'ulteriore e dovuta considerazione è che la CEDU ha dovuto decidere su questi casi in un campo privo di fonti giuridiche utili. Certo, l'articolo 6 della CEDU è una base giuridica che, come la proverbiale ghianda, ha fatto spuntare un'intera quercia di precedenti. Eppure, la Corte ha dovuto prendere le proprie decisioni con pochi riferimenti utili a definire che cosa sia "equo" e "ragionevole" nel contesto di una crisi finanziaria e di interventi su banche che, pur nella necessità del controllo giurisdizionale, si basano normalmente su una procedura amministrativa preesistente che offre maggiori opportunità di svolgere argomentazioni sul merito.

A tal proposito, la CGUE è l'autorità più adatta a colmare il vuoto di principi che ancora caratterizza i casi di intervento su banche, per diversi motivi. In primo luogo, come sottolineato da alcuni dei suoi giudici in udienze pubbliche, "non è una corte per i diritti fondamentali". Questa ammissione è spesso (e giustamente) letta a significare che la CGUE non si occupa principalmente di diritti fondamentali, lettura che porta a cogliere il rischio che si possano accantonare considerazioni sui diritti fondamentali in favore di questioni più concrete riguardanti specifiche norme UE, che costituiscono il materiale legale su cui la Corte si trova a doversi esprimere con più frequenza, anche limitando i diritti fondamentali sanciti dalle costituzioni nazionali.

In pratica, da un punto di vista negativo, questo può significare che il quadro attuale in materia di risoluzione e vigilanza, non contemplato nel contesto in cui la Corte si è trovata a dover giudicare i casi di cui sopra, costituisce per la CGUE la fonte preponderante, se non unica, per dirimere i casi in cui una decisione che presumibilmente interferirà con i diritti individuali viene adottata senza garanzie procedurali. A condizione che si rispettino le misure di salvaguardia contemplate nelle specifiche norme UE, la CGUE darebbe la propria benedizione alle autorità. La CEDU, per parte sua, non ha alcuna competenza per giudicare decisioni adottate dalle istituzioni e dagli organi

dell'UE, ed è quasi pronta a concedere alle autorità nazionali molto margine di manovra quando esse si limitino a eseguire gli atti necessari ai sensi del diritto comunitario.

Eppure, l'affermazione in questione potrebbe anche leggersi nel senso che la CGUE "non è soggetta agli stessi limiti di mandato di una corte per i diritti fondamentali", nel qual caso si potrebbe avere una diversa evoluzione. Anziché dare priorità alle considerazioni politiche sottese alle leggi, la CGUE potrebbe utilizzare i diritti fondamentali come il culmine dell'ordinamento giuridico dell'UE, non solo in termini di schermatura contro le interferenze ma di "principi affermativi", da utilizzarsi per interpretare le leggi specifiche e in tal modo guidare l'azione delle istituzioni e degli organi dell'UE e guidare le autorità nazionali nell'applicazione del diritto comunitario. La legislazione in materia di risoluzione e vigilanza bancaria, apparentemente asciutta e altamente tecnica, è ricca di riferimenti di natura aperta che potrebbero essere interpretati sotto l'egida delle garanzie procedurali, non solo per la stabilità finanziaria.

Certo, la Corte non ha fatto nulla finora per confermare questa seconda possibilità. Ciò potrebbe tuttavia cambiare in virtù della più ampia gamma di diritti contemplati nella Carta dei diritti fondamentali e quindi disponibili alla CGUE anche ai fini della verifica delle azioni delle autorità pubbliche. Questo è un altro motivo per cui la CGUE è l'autorità più adatta per la definizione di un migliore sistema di garanzie procedurali. In contrapposizione alla CEDU, in cui la tutela si limita al controllo giurisdizionale degli atti delle autorità pubbliche, le disposizioni della Carta possono essere utilizzate per esaminare più nel dettaglio le decisioni amministrative che hanno suscitato contestazioni. Le tutele applicabili si sintetizzano nel diritto a una buona amministrazione, e comprendono: il diritto della persona di essere sentita prima dell'adozione di provvedimenti a lei sfavorevoli, il diritto di accesso al fascicolo e il dovere dell'amministrazione di motivare le proprie decisioni. Queste tutele sono richiamate nelle norme specifiche in materia di supervisione e, in qualche misura, di risoluzione. Il fatto che tali tutele siano anche incluse nelle norme specifiche di vigilanza e di risoluzione potrebbe dar luogo all'interpretazione autoreferenziale di tali tutele, sulla base dei testi di legge, con appello alle loro politiche primarie (stabilità finanziaria, tutela dei contribuenti, ecc.). Tuttavia, ciò potrebbe anche portare a un'interpretazione più solida in cui tutele e garanzie siano parte dei diritti fondamentali, intesi come principi più ampi che devono informare l'interpretazione degli specifici testi di legge.

In questo senso, la nostra aspettativa (o speranza) più profonda dovrebbe essere il dovere di motivazione. Se la preoccupazione della Corte quando si pronuncia su questioni di risoluzione o supervisione è l'asimmetria delle competenze e le conseguenze potenzialmente fatali della dilazione delle azioni decisionali, essa dovrebbe quantomeno essere intransigente sul dovere delle autorità di dare adeguata giustificazione a ogni azione nello specifico caso. Questo potrebbe aiutare la Corte a conoscere il contesto reale del processo decisionale da parte delle autorità e anticipare le future azioni, fino al punto di sviluppare una ragionevole regola empirica basata sulle giustificazioni delle autorità. Così, anche se le autorità pubbliche dovrebbero godere di discrezionalità e i giudici rispettare le considerazioni sulla stabilità finanziaria, i costanti riferimenti ai "pericoli di contagio finanziario" e al "rischio di collasso sistemico" lascerebbero imperturbata la CGUE, perché la vera base della tutela giudiziaria è il dovere amministrativo della motivazione. Diversamente, lo stadio del controllo giurisdizionale diventerebbe una sorta di gioco della fiducia dall'esito scontato.

Dopo la serie di sentenze in cui si è limitata a dare una solida base giuridica agli strumenti di *bail-in*, la CGUE non dovrebbe ritardare di troppo il passaggio a un approccio meno accomodante rispetto alle garanzie procedurali, sia amministrative sia giudiziarie, il che è il vero motivo per cui la CGUE è nella posizione migliore per fungere da riferimento in tali questioni. Il terzo motivo per cui la Corte può e deve essere l'autorità preposta all'interpretazione delle misure di risoluzione nel contesto dei diritti fondamentali è che essa *non è l'unico tribunale* competente ad applicare il diritto comunitario, comprese le norme di risoluzione e i diritti fondamentali: anche i tribunali nazionali sono tenuti ad applicare queste disposizioni, insieme con quelle della loro legislazione nazionale, e ciò dà luogo a un rapporto complesso quanto rischioso.

Rischioso perché tutto il sistema di risoluzione bancaria dell'UE si fonda sul reciproco e automatico riconoscimento delle decisioni prese dalle autorità di risoluzione su base transfrontaliera. Questo era già il fondamento del Regolamento sulle procedura d'insolvenza<sup>85</sup> e della Direttiva in materia di liquidazione bancaria dell'UE,<sup>86</sup> ampliati dalla BRRD,<sup>87</sup> che disciplina anche i poteri delle autorità di risoluzione e la loro efficacia. Eppure, l'esperienza recente dimostra che i tribunali nazionali sono spesso pronti ad appellarsi ad argomentazioni in realtà deboli per non riconoscere disposizioni che interferiscono con i diritti dei "loro" creditori, come evidente dalla decisione di prima istanza del Tribunale del commercio britannico nel caso *Goldman Sachs contro Novo Banco*,<sup>88</sup> anche se la sentenza è stata successivamente corretta dalla Corte d'appello,<sup>89</sup> e dalla decisione del Tribunale di Monaco di

85 Cfr. gli articoli 19 e segg. del Regolamento (UE) 2015/848 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 maggio 2015 relativo alle procedure di insolvenza (rifusione).

86 Direttiva 2001/24/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 aprile 2001, in materia di risanamento e liquidazione degli enti creditizi. L'articolo 3, comma 1, della Direttiva in materia di liquidazione recita: "Le autorità amministrative o giudiziarie dello Stato Membro d'origine sono le sole competenti a decidere sull'applicazione ad un ente creditizio, incluse le succursali stabilite in altri Stati Membri, di uno o più provvedimenti di risanamento". I tre paragrafi del comma 2 del medesimo articolo recitano chiariscono che: "I provvedimenti di risanamento sono applicati secondo le leggi, i regolamenti e le procedure applicabili nello Stato Membro d'origine, salvo che la presente direttiva non disponga diversamente. Detti provvedimenti producono tutti i loro effetti secondo la legge di tale Stato Membro in tutta la Comunità, senza ulteriori formalità, ivi compreso nei confronti dei terzi negli altri Stati Membri, anche se la legislazione applicabile dello Stato Membro ospitante non prevede siffatti provvedimenti o ne subordina l'applicazione a condizioni che non ricorrono. I provvedimenti di risanamento producono effetti in tutta la Comunità non appena essi producono effetti nello Stato Membro nel quale sono stati presi". L'articolo 9, comma 1 della medesima direttiva prevede che "Le autorità amministrative o giudiziarie dello Stato Membro di origine responsabili della liquidazione sono le sole competenti a decidere dell'apertura di una procedura di liquidazione nei confronti di un ente creditizio, incluse le succursali stabilite in altri Stati Membri. La decisione relativa all'apertura della procedura di liquidazione presa dalle autorità amministrative o giudiziarie dello Stato Membro d'origine è riconosciuta, senza ulteriori formalità, nel territorio di tutti gli altri Stati Membri e vi produce effetti non appena essa li produce nello Stato Membro in cui è stata aperta la procedura".

87 Cfr. p.e. l'articolo 66 della BRRD.

88 *Goldman Sachs v. Novo Banco* [2015] EWHC 2371 (Comm). Le autorità portoghesi hanno dichiarato che la decisione nel contesto della risoluzione di Banco Espírito Santo (BES) per il trasferimento dell'attivo a Novo Banco ("NB", la banca cui sono state trasferite le "attività buone") non contemplava alcun prestito sottoscritto da BES con Oak Finance Luxembourg. Poiché il prestito comprendeva una clausola attributiva di competenza ai giudici inglesi, il Tribunale del commercio si è dichiarato competente a giudicare se NB fosse o non fosse subentrata a BES nel prestito nonostante la precedente decisione delle autorità di risoluzione.

89 Cfr. *Goldman Sachs v. Novo Banco* [2016] EWCA Civ 1092, paragrafi 24-34. La Corte di Appello del Regno Unito invocava la più ampia interpretazione dei "provvedimenti di risanamento" di cui all'articolo 2 della Direttiva 2001/24, richiamati nella decisione *Kotnik* della Corte di giustizia dell'Unione Europea.

Baviera nel caso Hypo Alpe Adria.<sup>90</sup> Quest'ultima decisione riveste particolare importanza perché interessa la legge austriaca che ha reso possibile l'applicazione di misure di risoluzione alla Heta, l'entità creata per nazionalizzare Hypo Alpe Adria Bank, pur non essendo la Heta una banca. La decisione austriaca è stata contestata da un investitore tedesco (la banca pubblica Bayern LB) e la Corte ha rifiutato il riconoscimento transfrontaliero delle misure austriache in quanto non dirette alla ricapitalizzazione dell'entità, ma bensì alla sua liquidazione.

Nessuno di questi casi riguarda strettamente le decisioni di *bail-in* e ancora scarseggiano elementi utili a valutare se il percorso verso un sistema omogeneo di riconoscimento reciproco delle decisioni in materia di risoluzione sarà agevole o accidentato. Tuttavia, come mostra la decisione della Corte costituzionale austriaca di cui sopra, alcuni giudici si mostrano sempre più inquieti circa l'apparente inattuabilità delle decisioni di risoluzione e si affidano a principi che costituiscono un terreno familiare, quali la non discriminazione e il giusto processo. Le norme dell'UE per la risoluzione non forniscono una roadmap per i casi in cui una decisione in materia di *bail-in* di un'autorità di risoluzione dello Stato A che abbia effetti nello Stato B, in cui si trovano degli investitori, sia adottata in violazione del principio di non discriminazione o dei diritti di giusto processo sanciti dalla Costituzione dello Stato B, oppure per i casi in cui tale decisione sia adottata in un modo tale da violare, secondo i giudici dello Stato B, il principio di non discriminazione dell'articolo 21 della Carta dei diritti fondamentali dell'UE o il diritto a una buona amministrazione e alla tutela giudiziaria di cui agli articoli 41 e 47 della medesima Carta.

In passato la CGUE è stata irremovibile nel concludere che le norme UE che non lasciano possibilità di scelta agli Stati Membri non si possono aggirare con il riferimento alle costituzioni nazionali;<sup>91</sup> tuttavia, in questo scenario la Corte potrebbe trovarsi a dover fronteggiare una vera tempesta nelle RP se dicesse che un tribunale nazionale è "troppo protettivo" quanto alla non-discriminazione, oppure che "chiede troppo" alla autorità di risoluzione in termini di spiegazioni. Poiché le decisioni di *bail-in* in genere producono effetti su una miriade di investitori potenzialmente situati in paesi diversi, la CGUE potrebbe trovarsi a dover affrontare non una ma diverse corti costituzionali nazionali.

Nonostante ciò che il paragrafo precedente può suggerire, non amiamo gli scenari apocalittici, anzi. Stiamo semplicemente cercando di mostrare che, se un eccessivo scrutinio delle decisioni di *bail-in* può porre notevoli rischi di contagio e mettere a repentaglio la stabilità finanziaria, uno scrutinio troppo scarso può portare a uno scisma tra le corti dell'UE e quelle nazionali, con conseguenze imprevedibili, il che sarebbe pericoloso, considerando che la soluzione non è difficile. È sufficiente che la CGUE approfondisca maggiormente la questione se le decisioni di *bail-in* discriminino in modo ingiustificato tra detentori di strumenti diversi, e che si mostri meno disposta ad accettare la minaccia preconfezionata di un rischio sistemico.

90 *Bayern LB contro Hypo Alpe Adria* (caso HETA), Tribunale regionale (LG) di Monaco I, sentenza dell'8 maggio 2015. Cfr. A. Gardella *ibid.* p. 218-219.

91 Cfr. p.e. Melloni.

#### 4.3 Nel valutare la possibilità di applicare lo strumento di bail-in alle passività ordinarie, le Autorità di risoluzione devono tener conto della valutazione di vigilanza circa la corretta attuazione del grado di conformità delle banche alle norme per la tutela degli investitori ordinari (la MiFID in particolare)?

I recenti casi di banche in dissesto o poste in risoluzione suggeriscono che in molti casi le banche si sono rivolte in modo aggressivo agli investitori ordinari, per vendere loro le passività soggette alla condivisione delle perdite, dando agli investitori l'erronea impressione che il prodotto consigliato fosse sicuro quanto un deposito. Particolarmente significativi sono stati i casi di "auto-collocamento" delle banche che hanno piazzato gli strumenti di debito di loro propria emissione presso la propria clientela, come pure i casi di offerta di strumenti finanziari offerti da parte di entità aventi stretti legami o comunque relazioni legali o economiche con l'emittente. In questi casi, il *bail-in* si ripercuoterebbe sugli investitori ordinari che sono nello stesso tempo anche ai clienti della banca e pertanto il *bail-in* delle passività ordinarie sarebbe una fonte di instabilità finanziaria, con effetti di contagio suscettibili di scatenare una corsa ai depositi e disordini sociali. Per questo motivo, nell'applicazione della BRRD le autorità di risoluzione devono *tener conto* in modo esplicito di tale elemento *nella pianificazione della risoluzione*, tenendo inoltre in debita considerazione l'attuazione da parte delle istituzioni finanziarie del relativo quadro di tutela dei consumatori ai sensi della Direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID).<sup>92</sup>

## 5 Le scoraggianti sfide della distribuzione degli strumenti ammissibili al bail-in

### A) I requisiti di trasparenza e le lezioni dall'Italia

A seguito dell'adozione della Comunicazione sul settore bancario e della BRRD e sulla scia delle recenti ristrutturazioni e risoluzioni di banche ai sensi di norme nazionali ed europee, è chiaro che il profilo di rischio delle obbligazioni bancarie rispecchia l'effettiva esposizione della banca alla condivisione degli oneri; ciò dovrebbe essere adeguatamente comunicato agli investitori, all'atto del collocamento di detti strumenti e su base continuativa, perché essi possano procedere alle considerazioni del caso.

L'attenzione pubblica si è così spostata dalla stabilità finanziaria alla trasparenza e il Comitato di Basilea si è messo al lavoro per elaborare raccomandazioni in merito.<sup>93</sup> A sua volta l'EBA ha inserito nel Report 2016 una raccomandazione sulla

<sup>92</sup> Questo è anche il motivo per cui l'ESMA ha sottolineato, anche di recente, che conformemente alla MiFID I - le istituzioni devono fornire ai clienti in essere già detentori di titoli debito soggetti alla BRRD informazioni complete e aggiornate sul loro potenziale trattamento [*Esma statement on MiFID practices for firm selling financial instruments subject to the BRRD resolution regime* (ESMA/2016/902)].

<sup>93</sup> Basel Committee on Banking Supervision, *Guidelines for identifying and dealing with weak banks*, luglio 2015.

trasparenza (n. 12), invocando in particolare l'introduzione di nuovi requisiti di livello comunitario che prevedano che:

«in condizioni stabili, si richieda agli enti creditizi dell'UE di divulgare il quantum e la composizione delle loro passività ammissibili al MREL nonché il MREL loro richiesto dalle autorità di risoluzione. Una volta finalizzate, le raccomandazioni del BCBS fungeranno da punto di partenza e si estenderanno a coprire tutte le passività ammissibili al MREL delle G-SIB e delle non-G-SIB. Si estenderanno inoltre a comprendere le informazioni sugli altri strumenti finanziari soggetti al *bail-in* e le informazioni sulla gerarchia dei creditori. Nel periodo transitorio e in attesa della finalizzazione delle raccomandazioni del BCBS in quest'area, agli enti creditizi dell'UE si richiederà di divulgare presso gli investitori il quantum e la composizione del loro cumulo di passività ammissibili al MREL nonché (come minimo) le informazioni sulla gerarchia dei creditori. Inoltre, detta divulgazione sarà richiesta o attivamente incoraggiata quando il mancato roll-over del debito MREL possa condurre a restrizioni automatiche delle distribuzioni».

Poiché il nuovo quadro di risoluzione è stato progettato senza alcuna disposizione di *grandfathering* per gli strumenti emessi prima della Comunicazione del 2013 e della BRRD, e poiché la CGUE ha stabilito, come sopra ricordato, la costruttiva derivazione dal principio del legittimo affidamento, si sono aperte nuove prospettive da cui considerare questo problema di *legacy*, che è abbastanza significativo.

L'attenzione si è presto spostata su come e a chi questi strumenti finanziari oggetto di *bail-in* siano stati venduti in passato e debbano essere venduti in futuro. Infatti, una volta assegnate le perdite ai detentori di detti titoli in alcuni Stati Membri, monterebbe rapidamente l'indignazione pubblica a causa del presumibile raggio compiuto in un modo o nell'altro dall'emittente a discapito di tanti investitori. Si sono avute situazioni difficili, con molti investitori ordinari che non comprendevano il rischio di condivisione degli oneri e non avevano sufficiente capacità di sopportare le perdite dovute alla svalutazione dei loro titoli.<sup>94</sup> L'esperienza italiana e quella spagnola sono state esemplari e meritano di essere brevemente ricordate. Questo paragrafo è dedicato alle lezioni apprese dall'esperienza italiana e il successivo tratterà delle lezioni che si possono trarre dall'esperienza spagnola.

### 5.1 Il punto di partenza in Italia: equivalenza percepita tra depositi e obbligazioni bancarie a fronte di una lunga tradizione di *bail-out* ed esenzioni bancarie

Fino alle recenti ristrutturazioni, risoluzioni e liquidazioni bancarie del 2015-2017, i detentori delle obbligazioni di banche italiane, compresi i detentori di debito subordinato, a differenza degli azionisti non erano mai stati colpiti dal

94 Un recente studio afferma che i detentori di debito ammissibile a *bail-in* dovrebbero essere a) investitori sofisticati che siano b) attivi al di fuori del settore bancario e c) non soggetti a un'asimmetria tra attivo e passivo imputabile alla loro stessa strategia d'investimento. Cfr. SAFE, *Should the marketing of subordinated debt be restricted/different in one way or the other? What to do in the case of mis-selling?*, White Paper No. 35, 2016, p. 7 sgg.



fallimento di una banca e in un modo o nell'altro avevano sempre beneficiato di bail-out.

Questo è il motivo per cui queste obbligazioni bancarie sono state ampiamente considerate sicure, essenzialmente prive di rischi e molto diverse dai titoli piazzati da emittenti *corporate*. Sono state percepite come un altro modo per la banca di raccogliere fondi dalle famiglie e da altri soggetti per costituire eccedenze di capitale e far fronte, in parallelo, all'incongruenza temporale del problema: le obbligazioni bancarie sono a medio-lungo termine e gli ibridi hanno scadenze molto lunghe, oltre a essere talvolta perpetui. Così, in linea di principio, si consente una miglior simmetria tra il passivo e l'attivo nel bilancio della banca, fatta eccezione per la necessità di rimborso o di roll-over alla scadenza, cosa non possibile per i depositi a vista, seppur di fatto dormienti, né per gli ibridi perpetui.

Questa percezione è stata in qualche misura supportata, all'inizio, dalla legislazione nazionale ed europea, che trattavano in modo analogo i risparmi che affluivano alle banche sotto forma di depositi e quelli consistenti nella sottoscrizione di obbligazioni bancarie (diversamente dagli investimenti in altre attività finanziarie): la vigilanza prudenziale era di per sé ritenuta sufficiente a garantire la necessaria tutela.

A livello nazionale, l'articolo 12, comma 3, lettera c) della Legge n. 77/83 ha espressamente escluso l'applicazione delle norme in materia di offerta pubblica a "titoli diversi da azioni e da altri valori mobiliari analoghi, o che conferiscono il diritto di acquistare azioni o altri titoli equiparabili, emessi da enti creditizi".

A livello europeo, l'articolo 5, lettera a) della Direttiva 89/289/CEE stabilisce che "Gli Stati Membri possono prevedere una dispensa parziale o totale dall'obbligo di pubblicare il prospetto quando i valori mobiliari che sono oggetto dell'offerta pubblica sono: a) obbligazioni o altri valori negoziabili assimilabili a obbligazioni, emesse in modo continuo o ripetuto da enti creditizi (...) che pubblicano regolarmente i loro conti annuali e che, all'interno della Comunità, sono istituiti o disciplinati da o in virtù di una legge speciale, o sono soggetti al controllo pubblico ai fini della tutela del risparmio; (...)".

Lo stesso approccio è confermato dall'articolo 100, comma 1, lettera f) del Decreto Legislativo n. 58/1998 ("TUF"). Il prospetto è stato ritenuto non necessario. In verità, tale conclusione è stata messa in dubbio in letteratura e in una certa misura anche dalla Consob durante i lavori preliminari. Tommaso Padoa Schioppa giustamente profetizzò che "la dispensa [dall'obbligo del prospetto] dà alle banche l'illusione di avere un vantaggio ma, col progredire della cultura del mercato, ciò potrebbe tradursi in un danno alla loro credibilità". Questa, tuttavia, è l'impostazione seguita, e la giurisprudenza italiana è stata a lungo carente in materia di *mis-selling* di titoli bancari, se non si conta una manciata di casi eccezionali. Per parte sua, la Consob ha interpretato l'articolo 100, comma 1, lettera f) del TUF come l'imposizione del prospetto per i "titoli obbligazionari convertibili" delle banche, ritenendolo tuttavia non obbligatorio per i titoli (diversi da azioni o strumenti finanziari che permettono di acquistare o sottoscrivere azioni) che non garantiscano il rimborso al 100% dell'investimento alla scadenza, come anche per le obbligazioni emesse da banche straniere.

Ancora, sebbene l'articolo 21 del Decreto Legislativo n. 58/1998 avesse già stabilito criteri generali da rispettare nella prestazione di servizi di investimento (cioè: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti; d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività), tali requisiti originariamente non si applicavano alla vendita diretta da parte di una banca delle sue obbligazioni ai suoi clienti.

## 5.2 Dall'abrogazione della dispensa per le banche agli attuali requisiti di trasparenza nella vendita di strumenti ammissibili al bail-in di nuova emissione

Con la Direttiva 2003/71/CE del 4 novembre 2003 (relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la Direttiva 2001/34/CE), l'approccio europeo è cambiato. Anziché lasciare la scelta di imporre o non imporre il prospetto per i titoli bancari a ogni singolo Stato Membro, l'esenzione è stata armonizzata e legata a condizioni speciali.<sup>95</sup>

Congiuntamente ai fallimenti aziendali del tempo, ciò ha portato a significativi cambiamenti nel regime di trasparenza applicabile alle obbligazioni bancarie in Italia alla fine del 2005. L'articolo 11 della Legge n. 262 del 28 dicembre 2005 ("Legge sul Risparmio")<sup>96</sup> ha abrogato l'articolo 100, comma 1, lettera f) del TUF e ha esteso l'applicazione degli articoli 21 e 23 TUF anche alle banche, proponendo un nuovo articolo 25 bis dedicato a equità e trasparenza nel collocamento di prodotti finanziari emessi da banche. La Consob ha quindi identificato due dispense: una basata sul valore economico delle offerte e l'altra incentrata sulle specifiche caratte-

95 Ai sensi dell'articolo 1, comma 2, detta direttiva "non si applica", tra gli altri: "f) agli strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da enti creditizi a condizione che tali valori mobiliari: I) non siano subordinati, convertibili o scambiabili; II) non conferiscano il diritto di sottoscrivere o acquisire altri tipi di strumenti finanziari e non siano collegati ad uno strumento derivato; III) diano veste materiale al ricevimento di depositi rimborsabili; IV) siano coperti da un sistema di garanzia dei depositi a norma della direttiva 94/19/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 maggio 1994, relativa ai sistemi di garanzia dei depositi; j) agli strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da enti creditizi qualora il corrispettivo totale dell'offerta sia inferiore a 50.000.000 EUR, il cui termine è calcolato per un periodo di dodici mesi, a condizione che tali strumenti finanziari: I) non siano subordinati, convertibili o scambiabili; II) non conferiscano il diritto di sottoscrivere o acquisire altri tipi di strumenti finanziari e non siano collegati ad uno strumento derivato". Inoltre, secondo la disposizione transitoria (art. 30, comma 2), "in deroga all'articolo 3, gli Stati Membri che si sono avvalsi dell'esenzione di cui all'articolo 5, lettera a) della direttiva 89/298/CEE possono continuare ad autorizzare gli enti creditizi o altre istituzioni finanziarie equivalenti ad enti creditizi non contemplati dall'articolo 1, comma 2, lettera j) della presente direttiva ad offrire strumenti di debito e altri strumenti negoziabili equivalenti a titoli di debito, emessi in modo continuo o ripetuto, nello Stato Membro per i cinque anni successivi alla data di entrata in vigore della presente direttiva".

96 Come emendato in prima istanza dall'articolo 3 del Decreto Legislativo n. 303 del 29 dicembre 2006 e successivamente dall'articolo 3 del Decreto Legislativo n. 51 del 28 marzo 2007.

ristiche di alcuni prodotti bancari (e assicurativi).<sup>97</sup> Al di fuori di dette eccezioni, il prospetto richiesto per le obbligazioni bancarie<sup>98</sup> era essenzialmente quello imposto dal Regolamento n. 809/2004/CE.

Questo è tuttavia solo l'inizio della storia contorta e intensa che s'illustra brevemente in questo paragrafo e nel successivo.

I primi sviluppi in merito furono introdotti dalla Direttiva relativa ai mercati degli strumenti finanziari (2004/39/CE, "MiFID", in vigore dal 1° novembre 2007, che sostituisce la "DSI" - Direttiva sui servizi di investimento) e dal suo recepimento in Italia con il Decreto Legislativo n. 164/2007. La Consob, nell'esercizio dei propri poteri di vigilanza normativa ai sensi dell'articolo 6, commi 2 e 2-bis TUF, nel 2007 emise un nuovo Regolamento Intermediari (n. 16190/2007) che estendeva l'applicazione della normativa MiFID alla sottoscrizione e al collocamento di prodotti finanziari emessi da banche (in particolare i principi "conosci il tuo cliente" e "conosci i tuoi prodotti"), chiarendo inoltre che si può adottare il regime di "*execution only*" solo per il piazzamento di ordini di prodotti non complessi (e realmente originati) da parte del cliente, mentre le norme in materia di adeguatezza e appropriatezza erano da applicarsi sempre ai prodotti più complessi.

A seguito della Comunicazione della Commissione in materia di aiuti di Stato nel settore bancario del 2013, la Consob ha imposto alle banche di inserire nelle prime pagine dei prospetti (anche per le obbligazioni) un relativo nuovo fattore di rischio. Nel dicembre 2014 è stata poi adottata una nuova Comunicazione volta a precludere agli intermediari la vendita di prodotti finanziari complessi - obbligazioni subordinate comprese (come si vedrà in seguito) - a investitori ordinari. In un climax, in occasione dei più recenti aumenti di capitale delle banche, la Consob ha inoltre imposto che anziché firmare il consueto modulo prestampato, gli investitori intenzionati a sottoscrivere le azioni redigano essi stessi una dichiarazione autografa a conferma della loro piena consapevolezza dei rischi connessi all'investimento. Come parziale conseguenza, tra il 2015 e il 2016 il capitale precedentemente investito in obbligazioni bancarie è stato in parte spostato su altri impieghi, come per esempio i fondi comuni di investimento e i depositi bancari, contribuendo all'accelerazione di una tendenza già in corso. Nello stesso biennio il peso delle obbligazioni bancarie nei portafogli clienti è sceso di circa il 28%.

Si sono inoltre adottate varie misure per orientare l'auto-collocamento delle banche, come per esempio a) l'attuazione di azioni di vigilanza ed esecuzione (comprese ispezioni in loco); b) l'imposizione di sanzioni pecuniarie; c) la pubblicazione di varie linee guida e chiarimenti sull'auto-collocamento delle banche. E nel gennaio 2016 è stato istituito un apposito arbitrato per la rapida risoluzione extragiudiziale delle controversie con gli investitori ordinari.

97 L'articolo 34 ter, comma 4 Regolamento Emittenti stabilisce che: "Nel caso di offerte al pubblico aventi ad oggetto strumenti diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da banche, è pubblicato un prospetto semplificato che contenga almeno le informazioni di cui all'Allegato 1M, purché tali strumenti abbiano le seguenti caratteristiche: 1) il corrispettivo totale dell'offerta all'interno dell'Unione Europea, calcolato per un periodo di 12 mesi, sia inferiore a euro 75.000.000; 2) non siano subordinati, convertibili o scambiabili; 3) non conferiscano il diritto di sottoscrivere o acquisire altri tipi di strumenti finanziari e non siano collegati ad uno strumento derivato".

98 Cfr. Consob, Comunicazione n. DEM/6031543 del 7 aprile 2006.

La Direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014 ("MiFID II") ha poi aggiornato e ampliato la portata dei requisiti di trasparenza relativi ai prodotti di investimento, a valere dal 2018. Il principale cambiamento è che le imprese di investimento dovranno assicurare e dimostrare che le persone fisiche che forniscono consulenza e informazioni hanno le conoscenze e competenze necessarie ai fini dei requisiti della medesima direttiva (articolo 25, comma 1) della MiFID II). In ciò rientra la *governance* di prodotto a norma del Regolamento n. 600/2014 (MiFIR), e le imprese di investimento devono garantire che il contenuto materiale dei prodotti finanziari da loro offerti e le informazioni date in merito ai clienti servono al meglio gli interessi della clientela. In tal modo, le autorità saranno in grado di procedere a una messa in applicazione "proattiva" delle attività di vigilanza, fino all'"intervento sui prodotti" ai sensi degli articoli 39-42 della MiFIR. Tale intervento può variare dalla semplice richiesta di modifica del materiale informativo fino alla sospensione temporanea della distribuzione di un prodotto, all'imposizione di limitazioni alla vendita o distribuzione di un prodotto o servizio (per esempio limitazione della distribuzione ai soli investitori non ordinari), al divieto permanente di commercializzazione, vendita o distribuzione di specifici strumenti finanziari o di una particolare attività o pratica finanziaria. In materia di auto-collocamento, poi, l'articolo 41 della MiFID impone ora che le istituzioni finanziarie che offrono ai propri clienti strumenti finanziari emessi da loro stesse o da altre entità del gruppo e che sono inclusi nel computo dei requisiti prudenziali specificati nel CRR, nel CRD e nella BRRD diano ai clienti ulteriori informazioni che spieghino le differenze tra lo strumento finanziario e il deposito bancario in termini di rendimento e di rischio di liquidità, e informino delle eventuali tutele fornite in conformità con la Direttiva relativa ai sistemi di garanzia dei depositi.

A sua volta, la MiFID II ha ampliato i precedenti requisiti di adeguatezza e appropriatezza che gli intermediari finanziari devono rispettare nell'assistere i clienti nelle loro scelte di investimento. Per quanto riguarda l'adeguatezza, le imprese che forniscono servizi di consulenza in materia di investimento o di gestione del portafoglio devono raccogliere dal potenziale cliente le informazioni seguenti: I) la sua conoscenza ed esperienza del campo d'investimento per cui si offrono la consulenza d'investimento o la gestione del portafoglio; II) la sua situazione finanziaria, compresa la capacità di sopportare perdite; III) gli obiettivi di investimento e la tolleranza del rischio.

Gli intermediari sono inoltre tenuti a prendere misure ragionevoli atte a garantire che la consulenza d'investimento e le decisioni negoziali (comprare o tenere, *buy o hold*), siano adeguate sulla base delle informazioni sul cliente; diversamente, sono tenuti ad astenersi dal raccomandare prodotti o strumenti. La valutazione di adeguatezza si applica a tutte le raccomandazioni, pertanto le imprese devono attuare tutte le politiche e procedure necessarie per comprendere la natura e le caratteristiche degli strumenti (compresi costi e rischi) e valutare se strumenti finanziari equivalenti possano soddisfare il profilo del cliente, in considerazione di costi e complessità. Per quanto riguarda la valutazione di adeguatezza, le imprese devono ottenere informazioni sulla competenza ed esperienza dei clienti, in modo da poter determinare l'appropriatezza dei prodotti e dei servizi previsti; in particolare devono conoscere: I) la tipologia dei servizi finanziari, delle transazioni e degli strumenti finanziari regolamentati con cui il cliente ha familiarità; II) la natura, il volume e la frequenza delle transazioni del cliente su strumenti finanziari regolamentati; III) il livello di istruzione e l'attuale o precedente professione del cliente. L'ESMA ha riconosciuto che, a causa della più ampia gamma di strumenti coperti dalla MiFID II rispetto alla MiFID I, il numero degli strumenti da considerarsi "complessi" è ormai maggiore e comprende anche gli strumenti di debito

subordinato, indicati come strumenti la cui "struttura rende difficile al cliente comprenderne il rischio". Il risultato è un'estensione del campo di applicazione della valutazione di adeguatezza.

L'azione dell'ESMA in questo dominio ha preceduto la MiFID II.

Il 7 febbraio 2014, l'ESMA ha emesso un parere sulla prassi prescritta dalla MiFID alle imprese che vendono prodotti complessi; detto parere è stato implementato dalla sopra citata Comunicazione della Consob del 22 dicembre 2014 sulla distribuzione di prodotti complessi ai clienti retail. Detto parere considera "esempi di prodotti complessi" le obbligazioni perpetue e altri prodotti per i quali la "protezione del capitale può essere condizionata o parziale, o che al verificarsi di determinati eventi possono essere ritirati". Per i prodotti di questo tipo l'ESMA avverte che "più il prodotto è complesso, più è difficile dimostrare che i clienti retail hanno competenze ed esperienza finanziarie sufficienti a comprendere le caratteristiche chiave, i vantaggi e i rischi dell'investimento" (punto 12). Il parere si concentra pertanto su come si debbano implementare a livello pratico nell'attività di business i requisiti organizzativi, di adeguatezza e di appropriatezza.

Il 31 luglio 2014 l'ESMA ha emesso una dichiarazione sulle obbligazioni convertibili contingenti emesse dalle banche per soddisfare i propri requisiti prudenziali, chiarendo la natura ibrida di tali strumenti e la loro eterogeneità nella prassi esistente, e concludendo:

"In una crisi i CoCo bond possono potenzialmente avere l'importante funzione di inibire il trasferimento del rischio dai detentori del debito ai contribuenti. Insieme con altri standard per il miglioramento della qualità e quantità del capitale, essi costituiscono una sollecita risposta al precedente quadro di regolamentazione del capitale. Vi è una tensione tra I) la necessità prudenziale di un emittente di ottimizzare la struttura del proprio capitale con risorse per l'assorbimento delle perdite che mantengano la continuità dell'attività dell'entità, e II) la necessità degli investitori di apprezzare correttamente il rischio di perdita di cedole o capitale, che sono sfide particolari per i CoCo bond. Analogamente, dati i vari livelli soglia di emissione in un dato gruppo bancario, è difficile prevedere esattamente come si attueranno le disposizioni contrattuali relative alla conversione o svalutazione dei CoCo bond. Vi è incertezza nel contesto di una decisione di vigilanza che stabilisce quando si raggiunge il punto di insostenibilità, come pure nel contesto del regime di *bail-in* istituito dalla nuova Direttiva sul risanamento e la risoluzione degli enti creditizi. Gli investitori devono comprendere appieno i rischi dei CoCo bond e tenerne debito conto nelle loro valutazioni".

Questa dichiarazione ha coinciso con la pubblicazione, da parte dell'ESMA, di una Dichiarazione pubblica sull'auto-collocamento consistente in un promemoria sugli obblighi incombenti alle imprese per la fornitura di servizi di investimento o prodotti ai propri clienti (ne tratteremo nel prossimo paragrafo).

L'ESMA ha trattato anche dell'esenzione dal servizio di gestione degli ordini per prodotti complessi quali gli strumenti ammissibili al *bail-in*, prevedendo inoltre ulteriori specifiche in merito del Final Report del 26 novembre 2016. Infatti, l'articolo 25, comma 4 della MiFID II consente alle imprese di investimento di fornire servizi di gestione degli ordini (ricevimento e trasmissione ed esecuzione di ordini per conto dei clienti) senza eseguire la prova di appropriatezza di cui all'articolo 25(3). Oltre ad alcune altre condizioni, l'articolo 25, comma 4 richiede che detti servizi si riferiscano a tipi specifici di prodotti, solitamente definiti "non-complessi", tra cui alcuni strumenti di debito e

alcuni depositi strutturati. Per rientrare nel quadro del regime di "execution only", gli strumenti finanziari non devono appartenere alla categoria degli strumenti incorporanti derivati né presentare una struttura che renda difficile al cliente comprendere il rischio legato all'investimento. Per le obbligazioni subordinate, l'ESMA ha confermato che i detentori di strumenti di debito subordinati sono in posizione meno favorevole rispetto a chi detenga uno strumento di debito ordinario; ciò per effetto della clausola di subordinazione. Il carattere meno favorevole di tale posizione è ritenuto di difficile comprensione per la media degli investitori ordinari, pertanto tali strumenti sono considerati complessi.

Il 15 dicembre 2015 l'ESMA ha pubblicato un aggiornamento alle Q&A sui requisiti di informativa per le transazioni sui mercati di capitale di debito ai sensi della Direttiva relativa al prospetto (2003/71/CE, come successivamente modificata), fornendo indicazioni sul livello delle informazioni da pubblicare nei prospetti su titoli oggetto di poteri di *bail-in* ai sensi della BRRD. In particolare, le banche dell'UE devono informare del rischio di *bail-in* per tutti i titoli di debito emessi dopo il 1° gennaio 2016. L'ESMA ha stabilito che quando l'emittente consideri "materiale" la possibilità di *bail-in*, cioè quando preveda la concreta probabilità di attuare il *bail-in*, con conseguente potenziale impatto sugli investitori, esso debba evidenziare adeguatamente tale probabilità nella sezione dedicata ai fattori di rischio e nel sommario del prospetto. Il fattore di rischio deve anche servire a rendere consapevoli i futuri investitori della possibilità che, in caso di svalutazione o conversione di titoli di debito in un quadro di risoluzione, l'importo ancora non corrisposto si riduca, il titolo di debito sia convertito in azioni ordinarie o in altri strumenti di proprietà, e i termini contrattuali (come per esempio la scadenza dello strumento) vengano modificati. Inoltre, detto fattore di rischio dovrebbe avvertire i potenziali investitori del fatto che il sostegno pubblico è invocabile solo come misura di ultima istanza, dopo che si sia fatto ricorso al *bail-in* e agli altri strumenti di risoluzione.

Più tardi, il 2 giugno 2016, l'ESMA ha pubblicato una nuova dichiarazione specifica sui titoli ammissibili al *bail-in*, per ricordare alle imprese la loro responsabilità di agire nel miglior interesse dei clienti nella vendita degli strumenti finanziari ammissibili al *bail-in*, osservando che le norme della BRRD in vigore dal gennaio 2016 implicano la probabilità che le imprese, per adempiere i propri obblighi, debbano emettere quantità significative di strumenti potenzialmente destinati a sostenere le perdite. L'ESMA si preoccupa che all'atto dell'acquisto di questi strumenti gli investitori, in particolare quelli ordinari, possano non essere a conoscenza dei potenziali rischi. La dichiarazione sottolinea la necessità che le imprese rispettino gli obblighi loro incombenti in virtù della MiFID; l'importanza che esse forniscano agli investitori, già acquisiti e nuovi, informazioni aggiornate ed esaustive redatte sotto la supervisione della funzione di *compliance*; l'importanza di gestire i potenziali conflitti d'interesse, in particolare quando un'impresa venda i propri strumenti finanziari ammissibili al *bail-in* direttamente ai propri clienti (auto-collocamento), e l'importanza di garantire che il prodotto sia appropriato e adeguato all'investitore; ciò può richiedere che si raccolgano sui clienti informazioni più approfondite del solito, proprio perché l'investitore potrebbe perdere denaro anche senza che l'impresa sia messa in insolvenza.

Ancora, in Italia la Consob aveva già indicato il potenziale impatto della BRRD, con la Comunicazione n. 0090430 del 24 novembre 2015, che chiariva la necessità che gli investitori fossero resi consapevoli dei limiti posti all'intervento pubblico per il salvataggio di istituzioni finanziarie in dissesto. Inoltre, un'informativa completa informa anche sulla potenziale ammissibilità al *bail-in* del prodotto di investimento scelto e del suo posizionamento nella gerarchia dei prodotti ammissibili al *bail-in*. Per quanto

riguarda la gestione del portafoglio, i clienti devono essere adeguatamente informati dei possibili investimenti in titoli suscettibili di svalutazione o conversione secondo i requisiti di condivisione degli oneri e i più recenti requisiti di *bail-in*.

Più recentemente, il 12 aprile 2016, la Consob ha adottato l'orientamento dell'ESMA "Guidelines on complex debt instruments and structured deposits". Secondo detto orientamento, le obbligazioni e le altre forme di debito garantito e di strumenti del mercato monetario (collettivamente "strumenti di debito") sono escluse dalla portata del nuovo regime di "*execution only*", poiché la loro struttura rende difficile per i clienti comprendere il rischio derivante da tali transazioni. In linea con l'articolo 19, comma 6 della MiFID, tali obbligazioni e altre forme di debito garantito e di strumenti del mercato monetario incorporanti elementi derivati sono ancora da considerarsi strumenti complessi. Per quanto riguarda i depositi strutturati, generalmente rientranti nella categoria di strumenti che beneficiano del regime di "*execution only*" in virtù dell'articolo 1, comma 4 della MiFID II, essi sono esclusi da tale regime quando siano ritenuti "complessi" in quanto aventi una struttura che rende difficile al cliente comprendere pienamente i relativi rischi di investimento o il costo del loro eventuale disinvestimento prima della scadenza.

In conclusione, guardando al complesso di questi sviluppi normativi, è chiaro come gli standard di trasparenza originari si siano consolidati nel tempo, a livello sia europeo sia nazionale, in considerazione sia delle innovazioni apportate nel campo dei prodotti finanziari negli ultimi anni, che hanno ampliato la gamma delle possibili scelte di investimento e aumentato il loro grado di complessità degli strumenti, sia dell'introduzione di nuove norme sulla risoluzione bancaria. Questi sviluppi hanno agito sia al livello del prospetto informativo sia a quello della fornitura di servizi di investimento. Ciò ha evidentemente aggiunto un ulteriore strato di considerazioni politiche a un equilibrio già difficile.

### 5.3 Un passato di *mis-selling* di passività bancarie ammissibili al *bail-in*? La risposta istituzionale

Tutte le misure brevemente descritte nel paragrafo precedente sono state elaborate in risposta alle pratiche di *mis-selling* del passato. Si rammenta che al termine *mis-selling* si attribuiscono significati diversi: tattiche di vendita aggressive o ignoranti, inadeguata consulenza ai clienti, strategie deliberatamente volte alla vendita di servizi finanziari di cui i clienti non hanno in realtà bisogno.<sup>99</sup> Il *mis-selling* praticato dalle banche in ambito *retail* può spiegarsi sulla base degli attriti economici tra le banche e i loro clienti, dovuti ai diversi livelli di competenza, ai diversi livelli di costo delle transazioni e ai diversi accessi ai mercati finanziari.<sup>100</sup> Esempi di *mis-selling* sono l'erronea rappresentazione delle informazioni,<sup>101</sup> l'eccessiva complessità

99 J. Black, R. Nobels, Personal pension misselling: the causes and lessons of regulatory failure, in *The modern Law Review*, 61 (6), pp. 789-820.

100 SAFE, Fair retail banking: how to prevent mis-selling by banks, White Paper No. 39, 2016.

101 In senso materiale, l'erronea rappresentazione delle informazioni consiste nel deliberato nascondere o falsificare un fatto materiale che, se noto alla controparte, potrebbe portare alla mancata stipula del contratto o ad alterare in modo significativo le basi del contratto, della trattativa o della transazione.



dei prodotti<sup>102</sup> e la consulenza non personalizzata.

Una pratica di *mis-selling* particolarmente efficace si ha quando le istituzioni finanziarie "auto-collocano" presso i propri clienti strumenti finanziari emessi da esse stesse o da altre società del medesimo gruppo e conformi a specifici requisiti prudenziali. Non sorprende dunque che le AEV già nel 2014 sottolineassero come tali pratiche possano costituire violazione di alcune norme disciplinanti le istituzioni finanziarie (cioè le norme sul conflitto di interesse, la remunerazione, la fornitura di consulenza, l'adeguatezza e appropriatezza dei prodotti), a significativo detrimento del consumatore.<sup>103</sup> In particolare, il Comitato congiunto ha osservato che le caratteristiche di sopportazione delle perdite di molti prodotti di auto-collocamento espongono i consumatori a rischi significativi che non sussistono invece per la maggioranza degli altri strumenti finanziari, quali il rischio di condivisione delle perdite (rischio di *burden sharing*). Inoltre, questi prodotti spesso mancano di una struttura, di punti di attivazione e capacità di assorbimento delle perdite pienamente armonizzati, il che rende difficile per i consumatori confrontarli con altri prodotti finanziari e capire (e apprezzare) appieno ciò che stanno acquistando.

Il *mis-selling* di prodotti finanziari è socialmente indesiderabile e per frenarlo serve una *regolamentazione ex ante* del tipo discusso nel paragrafo precedente, e serve fissare per le banche dei requisiti comportamentali, disciplinando la retribuzione dei dipendenti e i contenziosi *ex post*. Gli strumenti ammissibili al *bail-in* non fanno eccezione, e in un certo senso implicano un rischio di *mis-selling* superiore rispetto ad altri prodotti finanziari. *Infatti, le famiglie e gli investitori ordinari di altro tipo possono non avere la necessaria capacità di sopportazione delle perdite, anche quando ricevono informazioni adeguate sui rischi specifici di uno strumento ammissibile al bail-in.* Inoltre, il fatto che quando si trovino a dover emettere e collocare ulteriori titoli ammissibili alla condivisione degli oneri (azioni e titoli di debito subordinati) ai fini della conformità con i requisiti prudenziali rinforzati, che le banche descrivano apertamente le loro debolezze può essere controproducente per la riuscita del collocamento; vi è quindi un incentivo di mercato perverso che impedisce loro il completo rispetto dei requisiti di trasparenza. In altri termini, le regole prudenziali e di trasparenza sono potenzialmente in conflitto, situazione esacerbata dal fatto che il potere di intervenire nei casi in cui strumenti finanziari ammissibili alla condivisione degli oneri siano sistematicamente venduti a investitori poco sofisticati non spetta alle autorità di vigilanza prudenziale ma esclusivamente ai supervisori dei titoli, i quali possono tuttavia non essere del tutto consapevoli della reale situazione prudenziale dell'emittente.<sup>104</sup>

102 Tale erronea rappresentazione delle informazioni si verifica quando gli intermediari progettano prodotti finanziari troppo complessi da comprendere per i clienti, i quali non sono nella posizione di poter scoprire tutte le caratteristiche rilevanti per il payoff del prodotto.

103 Joint Committee of the European Supervisory Authorities, Placement of financial instruments with depositors, retail investors and policy holders ("self placement"), JC 2014 62, 31 luglio 2014.

104 Secondo SAFE, Should the marketing of subordinated debt be restricted/different in one way or the other?, una tale frammentazione delle competenze impedisce di affrontare adeguatamente il problema. What to do in the case of mis-selling?, White Paper No. 35, 2016, p. 14 ff.

L'Italia mostra che se la regolamentazione *ex ante* e la supervisione si rivelano insufficienti, è inevitabile che si adottino *ex post* interventi istituzionali straordinari. È opportuna una breve digressione.

- a) Trascorsi pochi giorni dall'attuazione della BRRD, il 22 novembre 2015 la Banca d'Italia adottò un provvedimento per quattro banche in amministrazione straordinaria (Banca delle Marche, Banca dell'Etruria, Cassa di Risparmio di Chieti e Cassa di Risparmio di Ferrara), per un totale complessivo di circa 30 miliardi di euro di attivo e l'1% dei depositi italiani. Il governo italiano sostenne l'intervento con il Decreto Legge n. 183/2015. In regime di risoluzione: a) furono ceduti a una *bad bank* crediti deteriorati (*Non Performing Loan*, NPL) delle quattro banche per un valore contabile lordo di 8,5 miliardi di euro; b) ciascuna delle banche in fallimento cedette tutte le attività diverse dai crediti deteriorati, oltre ai depositi e alle obbligazioni non subordinate, a due banche di nuova costituzione che mantennero la ragione sociale originaria, con un capitale pari al 9% dei rispettivi RWA, interamente sottoscritto dal fondo nazionale di risoluzione; c) le quattro banche originarie furono liquidate e furono svalutate tutte le loro azioni e i loro strumenti di debito subordinati. Fu un vero battesimo del fuoco per le nuove norme di risoluzione, e piuttosto un infelice, per diversi motivi. Ai nostri fini basta osservare che le autorità di vigilanza sono state anche accusate di aver autorizzato aumenti di capitale e la vendita di titoli di debito subordinati a investitori ordinari quando la situazione di alcune tra le dette banche era ormai notevolmente deteriorata. In ogni caso, il primo test di mercato italiano della risoluzione in stile BRRD fu terribile, con l'effetto di promuovere la caduta della fiducia di investitori e depositanti in tutto il sistema, e addirittura la minaccia dello scatenarsi del contagio e di "corsa agli sportelli" (*bank run*). Si dice che nei giorni e nelle settimane che seguirono la risoluzione vi fu un deflusso di depositi ordinari dalle banche a favore dei depositi a termine di Poste Italiane, per diversi miliardi. Rapidamente montò la rabbia dell'opinione pubblica, specialmente quando si diffuse-ro prove aneddotiche circa l'inopportuna vendita di azioni e obbligazioni subordinate, in passato, da parte delle medesime banche a investitori ordinari ignari dei rischi di *bail-in*. Né le spiegazioni volte a chiarire che, nonostante i suoi effetti su azioni e titoli di debito subordinato, la risoluzione aveva preservato il valore rispetto alla liquidazione delle banche, né la Comunicazione della Consob n. 0090430 del 24 novembre 2015 sui requisiti di trasparenza per la vendita di strumenti ammissibili al *bail-in* riuscirono a sedare gli animi.
- b) Una prima risposta legislativa venne con la Legge di stabilità del 2016 (Legge 28 dicembre 2015, n. 208), il cui articolo 1, commi 855-861, istituisce un fondo di solidarietà a beneficio degli investitori ordinari (persone fisiche) che alla data di entrata in vigore del Decreto Legge n. 183/2015 detenevano titoli di debito subordinati emessi dalle quattro banche in risoluzione. Il fondo era stato originariamente limitato a 100 milioni di euro, finanziati (e gestiti) dal Fondo Interbancario (DGS italiano). La determinazione delle condizioni per l'accesso al fondo, compresi i procedimenti da istituirsi, fu delegata a un decreto del Ministero del tesoro: in qualche caso vi furono arbitrati *ad hoc* tesi a stabilire se al momento della vendita di tali debiti si fosse avuta violazione delle norme di condotta in materia d'investimento. Questo non è stato sufficiente per ripristinare la fiducia del mercato.
- c) L'indignazione degli investitori ordinari si trasformò presto in azioni legali contro le banche, in particolare le quattro fallite, ma eventualmente anche contro le

banche ponte, per presunte ambiguità nella portata delle passività loro cedute per ordine della Banca d'Italia. Emerse il rischio di controversie massive e nel frattempo si avviarono indagini penali e cause civili contro Monte dei Paschi di Siena a fronte delle emissioni di azioni e obbligazioni perpetue del 2008 e 2011.

- d) Nel maggio 2016 fu adottato un nuovo Decreto Legge (n. 59 del 3 maggio 2016), teso, tra l'altro, a migliorare il livello di tutela degli investitori ordinari e snellire il rimborso delle loro partecipazioni in titoli di debito subordinati delle quattro banche fallite, con un rimborso automatico dell'80% per chi avesse investito entro la data limite del 12 giugno 2014, a condizione che le attività finanziarie degli investitori non superassero i 100.000 euro e il loro reddito annuale fosse inferiore ai 35.000 euro. Il decreto ha inoltre aumentato significativamente la capacità effettiva del fondo istituito a tal fine.
- e) Poche settimane più tardi sia Banca Popolare di Vicenza sia Veneto Banca fallivano nel tentativo di conquistare il sostegno dei propri azionisti per gli aumenti di capitale ordinati dalla BCE per ragioni prudenziali. Al contempo si venne a sapere (come la stampa vociferava da settimane) che queste banche, che abbisognavano di capitale almeno dal 2013, avevano volontariamente violato le norme di condotta per gli investimenti e avevano finanziato l'acquisizione o sottoscrizione delle loro stesse azioni in occasione degli aumenti di capitale del 2014 e 2015. I rischi di responsabilità associati al *mis-selling* resero necessario che la nuova *governance* delle due banche prendesse ampi provvedimenti (indebolendo ulteriormente la già compromessa situazione patrimoniale). Nel primo mese del 2017 le due banche diedero vita al primo (positivo) esperimento di offerta pubblica di liquidazione per impedire che le migliaia di crediti verso gli investitori ordinari si traducevano in un impedimento fatale alla ristrutturazione (la liquidazione si concentrò infine sulla grande maggioranza dei detentori di tali titoli).
- f) A fine dicembre 2016 fu emanato un Decreto Legge volto a far fronte alla carenza di capitale del Monte dei Paschi di Siena (MPS). Non si può sottovalutare l'effetto simbolico delle vicende di MPS: sulla scia del fatidico referendum del 4 dicembre 2016 e dei conseguenti sconvolgimenti politici, non sembrava possibile una soluzione di mercato per questa venerabilissima banca europea. Il nuovo Decreto Legge prevedeva, tra l'altro, un quadro per l'iniezione di nuovo capitale attraverso fondi pubblici in quelle banche per le quali lo stress test condotto a livello europeo e nazionale sulla base dello scenario peggiore rivelava una carenza di capitale (articolo 14), per quanto esse fossero ancora solventi. La legge ha poi cercato di raggiungere un equilibrio tra la condivisione degli oneri dettata dalle norme in materia di aiuti di Stato e la necessità politica di limitare le perdite dei detentori di obbligazioni, specialmente dei detentori ordinari, regolando la conversione dei titoli di debito subordinato in azioni a un dato rapporto di scambio. Commenti recenti al caso MPS hanno evidenziato alcune delle incoerenze nelle azioni intraprese. Nel luglio 2017 si adottarono i Decreti applicativi per la ricapitalizzazione precauzionale di MPS.
- g) Infine, pochi giorni dopo la storica risoluzione di Banco Popular con l'intervento del Banco Santander in Spagna, fu adottato il Decreto Legge n. 99 del 25 giugno 2017 per la liquidazione di Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca. Nonostante alcune evidenti analogie (la vendita immediata al prezzo di un euro della parte sana della banca fallita, senza interruzione della continuità operativa, alle prime due banche nazionali Santander in Spagna e Intesa San Paolo in Italia), le due operazioni furono progettate in modo piuttosto diverso, perché la prima fu ese-

guita nel quadro della prima risoluzione UE mentre la seconda nel quadro della liquidazione nazionale, dopo che l'SRB aveva constatato il mancato superamento del test del pubblico interesse e l'impossibilità di procedere alla risoluzione delle due banche italiane in fallimento. Pertanto, il Decreto è stato essenzialmente volto a fornire sufficiente sostegno pubblico all'acquisizione della parte sana delle due banche, senza interruzione della continuità operativa, e dei relativi depositi ordinari e strumenti di debito *senior* (emessi con garanzia pubblica ai sensi del Decreto del dicembre 2016). Con sufficiente certezza si può affermare che tale dotazione era necessaria per assicurare l'intervento di Intesa San Paolo e così evitare una crisi sistemica a livello nazionale.

## 6 Le scoraggianti sfide della distribuzione degli strumenti ammissibili al bail-in

### B) Come le modifiche al micro-livello dell'approccio di vigilanza e giuridico in materia di trasparenza possono influire sul contesto macroeconomico. Lezioni dalla Spagna

#### 6.1 Il tradizionale approccio pro-banche della Spagna e il suo improvviso ribaltamento

Tradizionalmente i tribunali spagnoli sono sempre stati relativamente formalistici e nel complesso pro-banche, come si è visto anche nell'ambito del *mis-selling* di prodotti finanziari,<sup>105</sup> ma all'improvviso tutto è cambiato. Che cosa è cambiato e perché è importante ai nostri fini?

Negli anni della crisi diversi fattori si sono combinati fino a provocare cambiamenti importanti ai fini della valutazione della capacità delle banche di collocare prodotti di capitale e debito tra i propri clienti. In primo luogo, i tribunali spagnoli si sono confrontati per la prima volta con casi di *mis-selling* di prodotti finanziari *su scala massiva*. I prodotti coinvolti erano principalmente di due tipi. Un caso riguardava la distribuzione di strumenti di capitale ibrido analoghi ad azioni privilegiate.<sup>106</sup> L'altro caso riguardava la distribuzione di strumenti swap, che avrebbero dovuto funzionare in un modo analogo a un'assicurazione per i clienti, a fronte di un aumento dei tassi di interesse, ma in pratica diedero alle banche la stabilità dei tassi

105 Fino al 2012, la Corte suprema negava che la violazione delle regole di condotta relative alla trasparenza nella distribuzione di prodotti finanziari potesse costituire base valida per una richiesta di annullamento e conseguente restituzione dei crediti. Cfr. la Corte suprema spagnola, sentenza del 21 novembre 2012 (RJ 2012/11052).

106 Sono state chiamate "partecipazioni privilegiate" (*participaciones preferentes*) perché concepite non solo per le banche ma anche per le casse di risparmio, che avevano una struttura simile alla fondazione, e quindi senza quote di proprietà. Erano regolamentati dalla terza Disposizione aggiuntiva della Legge 19/2003. See D. Ramos Muñoz, *Las participaciones preferentes y su contexto: resolviendo el sudoku*, *Diario La Ley* N° 7970, Tribuna 22 (novembre 2012).

di interesse.<sup>107</sup> Lo stillicidio dei casi portati all'attenzione del sistema giudiziario si trasformò presto in un'ondata, suggerendo che potesse esservi qualcosa di strutturalmente malsano nel modo delle banche di distribuire i prodotti finanziari. Questa scoperta, come già constatato, ha molti tratti in comune con le concomitanti esperienze italiane.

Un secondo aspetto a contribuire è stata la risposta tardiva delle autorità di vigilanza, nonostante la chiara evidenza che, almeno in alcuni casi, i prodotti finanziari erano stati venduti alle persone sbagliate per i motivi sbagliati. La Commissione nazionale del mercato dei valori mobiliari spagnola (*Comisión Nacional del Mercado de Valores*, CNMV) e Banco de España avevano gli strumenti per avviare procedimenti che portassero a soluzioni su larga scala, come la restituzione ai clienti di una parte degli investimenti, ma tali procedimenti non vennero avviati ancora per un lungo periodo. Forse le autorità di vigilanza non ravvisarono prove di *mis-selling*, forse avevano questioni più urgenti dello stato precario del sistema bancario, forse è per questo motivo che non vollero sollevare problemi in un settore già traballante. Come si vedrà più oltre, il governo reagì tardivamente, cercando di risolvere il problema del *mis-selling* attraverso un meccanismo di arbitrato; tuttavia allora i casi di *preferentes* portati in tribunale bastarono a fornire qualche prova preliminare, ma importante, del fatto che almeno alcuni investitori erano stati ingannati. Quando si affronta caso per caso un fenomeno massivo di distribuzione di titoli in cause civili in cui si richiede l'annullamento dei singoli contratti e/o il risarcimento dei danni, vi sono ovvie limitazioni. L'azione dei tribunali civili fu limitata dai fatti di ogni singolo caso e dagli elementi di prova forniti dalle parti. I casi spesso si risolvevano nell'onere della prova, per cui il cliente doveva dimostrare la colpa oppure la banca doveva dimostrare la conformità. Così, gli enti pubblici competenti a decidere i primi casi, cioè i tribunali, non avevano i mezzi per studiare il contesto di ogni vendita, e ancor meno i protocolli e le procedure di distribuzione a livello più alto.

Il terzo atto di questa tempesta perfetta si ebbe quando la Corte di giustizia dell'Unione Europea rimproverò ai tribunali spagnoli il loro atteggiamento "eccessivamente pro-banche". La decisione nel caso *Aziz* fu naturalmente più complessa.<sup>108</sup> In sostanza, tuttavia, la CGUE riteneva che anche i procedimenti esecutivi spagnoli, sempre molto efficienti e opportuni, dovessero consentire al debitore di presumere la nullità delle clausole contrattuali ai sensi della Direttiva 93/13 sulle clausole abusive nei contratti. Di fatto, nelle azioni di spossessamento i tribunali spagnoli lasciavano i consumatori alla mercé delle banche.

La combinazione (o congiura) di circostanze ha portato a un importante cambiamento nell'atteggiamento dei tribunali spagnoli verso il rapporto tra banca e cliente. In primo luogo, la Corte suprema ha stabilito che le "clausole pavimento" (*cláusulas suelo*) sono abusive ai sensi della Direttiva 93/13/CEE.<sup>109</sup> Per quanto alla

107 Di nuovo, i clienti hanno sostenuto di non esser stati debitamente informati dei rischi, tra cui il rischio di cancellazione con pagamento del prezzo dello swap in quel momento.

108 *Aziz*, C-415/11 del 14 marzo 2013, EU:C:2013:164.

109 Decisione dalla Corte suprema spagnola del 9 maggio 2013 (ECLI:ES:TS:2013:1916). Riteniamo non sia un caso che la decisione è stata emessa a due mesi dal caso della Corte di giustizia europea.

conclusione del caso la Corte di giustizia si aspettasse una qualche manifestazione di contrizione, la decisione fu forte quanto controversa: le clausole che definiscono il 'prezzo' non possono essere considerate "abusive" in generale,<sup>110</sup> tuttavia la Corte suprema spagnola interpretò in modo creativo il senso delle disposizioni della direttiva, giungendo a stabilire l'invalidità di tali clausole.<sup>111</sup> Ancora, la Corte dimostrò di non essere pronta a stare dalla parte dei clienti senza temere conseguenze. La Corte suprema decise di limitare gli effetti della sentenza di nullità ai pagamenti da riceversi da quel momento in poi, cioè le banche non potevano più addebitare gli interessi concordati nelle "clausole pavimento", ma non erano tuttavia tenute a rimborsare quelli riscossi dalla stipula del contratto fino ad allora.

## 6.2 Il caso *Genil* della CGUE e la sentenza del 2014 della Corte suprema sul *mis-selling* e le loro conseguenze

Come passo successivo, la Corte suprema prese a sostenere i clienti nei casi di *mis-selling*, anche con una nuova dottrina su casi di swap dei primi mesi del 2014, ritenendo che la violazione delle norme di distribuzione della MiFID si giustificasse *prima facie* come un 'errore', portando in tal modo, in assenza di altre considerazioni, all'annullamento del contratto.<sup>112</sup> Questa volta il rapporto di causa ed effetto tra le decisioni europea e spagnola è meno facile da stabilire, ma i tribunali spagnoli trovarono un sostegno al loro mutato approccio in una sentenza del 2013 della Corte di giustizia.<sup>113</sup> Non si metteva in discussione la partecipazione come nel caso *Aziz*, tuttavia la Corte confermava che la MiFID si applica ai prodotti distribuiti dalle banche<sup>114</sup> e che l'esistenza di un rapporto di 'consulenza', con i relativi maggiori doveri di trasparenza, dipendeva dalla sostanza del rapporto e non dal tipo di contratto stipulato dalle parti.<sup>115</sup>

La decisione della CGUE sulla direttiva MiFID e gli swap non spiega tuttavia l'ondata di decisioni pro-cliente che ne è seguita a riflettere un vero e proprio cambiamento di prospettiva da parte della Corte suprema spagnola.<sup>116</sup> Quest'ondata ha travolto tutto indiscriminatamente, spazzando via, insieme ai contratti finanziari

110 Articolo 4, comma 2 della Direttiva 93/13 sulle clausole abusive.

111 Cfr. sentenza della Corte suprema spagnola del 9 maggio 2013 (ECLI:ES:TS:2013:1916).

112 Sentenza della Corte Suprema spagnola del 20 gennaio 2014 (ECLI:ES:TS:2014:354).

113 Caso C-604/11 *Genil contro Bankinter*, 30 maggio 2013, ECLI:UE:C:2013:344 (di seguito: *Genil contro Bankinter*).

114 *Ibid* 36-48. Il Banco de España e la CNMV avevano emesso una nota congiunta in cui affermavano che i contratti swap legati a un accordo di prestito sarebbero stati coperti da norme di trasparenza bancaria (meno impegnative) e gli swap d' "investimento" indipendente sarebbero stati coperti dalla MiFID. Cfr. Banco de España – CNMV Delimitación de Competencias en Relación con la Supervisión y Resolución de Reclamaciones que afectan a Instrumentos o Productos Financieros Derivados de Cobertura (2010). Tale divisione delle competenze non era in linea con le conclusioni della Corte.

115 *Genil contro Bankinter* 49 - 55.

116 Le sentenze della Corte suprema spagnola in proposito sono innumerevoli, per citare qualche esempio: 15 dicembre 2014 (RJ 2015\56), 15 settembre 2015 (RJ 2015/3993), 15 ottobre 2015 (RJ 2015\5030), 13 novembre 2015 (RoJ 4664/2015), 4 dicembre 2015 (RJ 2015\5461), 9 dicembre 2015 (RJ 674\2015), 10 dicembre 2015 (RJ 2015\5777), 8 aprile 2016 (RJ 2016/1496), 19 maggio 2016 (JUR 2016\117371), 3 giugno 2016 (RJ 2016\3863), 13 luglio 2016 (RJ 2016\3194), 15 luglio 2016 (RJ 2016\3201), 30 settembre 2016 (RJ 2016\4581), 5 ottobre 2016 (RJ 2016/225150), 23 novembre 2016 (n. 691/2016; JUR 2016\261556).

differenziali, anche le vendite di strumenti di capitale ibridi, non equivalenti (i prodotti erano meno complessi, i rischi più facili da comprendere). Non fu un gran problema per i tribunali, e le entità furono travolte da un'ondata di sentenze di annullamento.<sup>117</sup>

Per quanto le autorità di vigilanza avessero perso l'opportunità di evitare il *mis-selling* su larga scala, lo stillicidio di casi al "micro" livello dei tribunali civili divenne presto un problema di livello "macro" e, come il governo sperimentò nel 2013, un vero e proprio mal di testa politico.<sup>118</sup> Per risolvere il problema, la Spagna emanò un regio decreto con due misure: la prima istituì una commissione di alto livello per lo studio e monitoraggio del problema, mentre la seconda istituì una sorta di sistema di arbitrato collettivo che consentisse ad alcuni clienti di recuperare parte del loro investimento;<sup>119</sup> ambo le misure si accompagnarono al potenziamento del ruolo del regime spagnolo di garanzia dei depositi.<sup>120</sup> Tale sistema fu poi preso a modello dal governo italiano nel 2016 per le misure volte a tenere indenni gli investitori ordinari dalle perdite derivanti dal *mis-selling* di azioni e titoli ibridi emessi dalle quattro banche in risoluzione (MPS Banca, Popolare di Vicenza e Veneto Banca).

Ancora, abbiamo usato l'espressione "una sorta di arbitrato" perché la norma spagnola è avara di dettagli, la cui definizione è stata lasciata alla Commissione, la quale nella risoluzione del 17 aprile 2013 definì i criteri per individuare i clienti cui si debba offrire la soluzione dell'arbitrato. Due i punti salienti della risoluzione: innanzitutto, i criteri giuridici sulla distribuzione del prodotto sono combinati con criteri di natura più sociale, quale per esempio la perdita subita dall'investitore espressa come una percentuale del suo patrimonio o la discriminante dei 10.000 euro per il valore dell'investimento. Ciò dimostra che la procedura non mirava ad accertare i fatti, bensì a indennizzare i cittadini che avevano sofferto di più (se vogliamo essere gentili) o quelli che avrebbero potuto ispirare titoli sferzanti sui giornali (se vogliamo essere cinici). In secondo luogo, molti dei criteri "giuridici" che *davano* accesso alla specifica procedura individuavano condizioni di distribuzione che avrebbero dovuto essere automaticamente garantite ai clienti una sentenza favorevole da parte del tribunale, in quanto tali condizioni, per esempio, non prevedevano alcuna informativa sui rischi, nessuna classificazione del profilo del rischio, nessun documento contrattuale e nessuna disposizione sugli eventuali investitori minorenni o invalidi.

In tali circostanze alcuni investitori, specialmente con patrimoni maggiori, che potevano contare su arbitrati meno solidali continuarono a rivolgersi ai tribunali.

117 Cfr. p.e. le sentenze della Corte suprema spagnola del 12 gennaio 2015 (RJ 2015\608), 16 settembre 2015 (RoJ 4004/2015), 25 febbraio 2016 (RoJ 610/2016) e 29 giugno 2016 (RoJ 3138/2016).

118 Assomiglia molto a ciò che è accaduto in Italia con il *mis-selling* di crediti relativi prima ai titoli emessi dalle quattro banche "risolte" nel 2015 e poi quelli emessi da MPS, Veneto Banca e Banca di Vicenza.

119 Regio Decreto-legge 6/2013 del 23 marzo. In Italia nel 2016 sono stati istituiti sistemi analoghi, prima per i detentori di titoli di debito subordinati delle quattro banche risolte nel 2015, poi per il debito subordinato di MPS venduto per *mis-selling* agli investitori ordinari.

120 Il ricorso al DGS (*Fondo de Garantía de Depósitos de Entidades de Crédito*) sarebbe consentito sia per acquisire azioni e titoli di debito da SAREB, sia per acquisire quote di entità che hanno trasferito crediti deteriorati (NPL) a SAREB, per attenuare l'impatto della conversione ordinato dall'autorità di risoluzione (FROB); ciò dimostra quanto il problema dei crediti deteriorati sia legato al problema degli strumenti di capitale ibridi in termini sia di solvibilità sia di tutela degli investitori.



Il colorato ambiente che ne risultò portò al proliferare di avvocati di stile americano, che reclamizzavano i propri servizi con cartelloni pubblicitari e spot in TV, un fenomeno fino ad allora sconosciuto in Spagna. Il processo è stato lungo e tortuoso, in esso le banche hanno perso, perso e ancora perso, *al punto che, alla luce della giurisprudenza in materia, è difficile individuare un modo sicuro in cui una banca possa distribuire ai propri clienti uno strumento finanziario che li esponga a rischi di perdita senza essere esposta ad un'azione di annullamento, e senza snaturare completamente il processo di marketing trasformandolo in una serie di sinistre avvertenze.* In tali circostanze, è difficile immaginare una massiccia distribuzione di titoli MREL in Spagna o in Italia.

### 6.3 Da Banco Popular in poi

La Spagna non è stata solo protagonista di una delle ristrutturazioni più profonde del settore bancario, essa ha anche inaugurato il meccanismo di risoluzione unico (SRM), con la decisione del Comitato di risoluzione unico (SRB) che stabiliva che il Banco Popular era in dissesto o a rischio di dissesto e non vi erano prospettive ragionevoli di una soluzione dal settore privato, e l'azione di risoluzione era necessaria nel pubblico interesse: tale azione consisteva nella svalutazione degli strumenti di capitale primario di classe 1 (CET1) e degli strumenti di classe 1 (Tier 1) e nella conversione degli strumenti di classe 2 (Tier 2) in capitale, seguita dalla vendita al Banco Santander, per 1 euro.<sup>121</sup> La decisione fu seguita dall'azione immediata degli investitori messicani, degli obbligazionisti internazionali, di un'associazione di consumatori spagnola e di altre parti, tra cui anche un'impresa specializzata nei debiti in sofferenza, che annunciarono un'azione legale.<sup>122</sup> Per mitigare gli effetti della querela, Santander aveva già annunciato l'intenzione di offrire un risarcimento ad alcuni dei clienti/investitori ordinari di Banco Popular,<sup>123</sup> per il quale aveva già in disponibilità specifici importi.<sup>124</sup>

La decisione è stata considerata un esempio di risoluzione di successo<sup>125</sup> e pertanto non è stata oggetto di critiche sostanziali.<sup>126</sup> I problemi di ordine giuridico

121 Cfr. Notice summarising the effects of the resolution action taken in respect of Banco Popular Español pursuant to Article 29(5) SRMR. Cfr. <https://srb.europa.eu/en/node/315>. Ultimo accesso: 30 agosto 2017.

122 Thomas Hale, Mexican investors ask ECJ to overturn Banco Popular sale, in Financial Times 4 August 2017 <https://www.ft.com/content/a4a7691e-7901-11e7-90c0-90a9d1bc9691>.

123 Santander announces a commercial action for retail customers affected by the resolution of Banco Popular. Comunicato stampa di Santander del 13 luglio 2017. [http://www.santander.com/cs/gcs/Satellite?CFWCSancomQP01/en\\_GB/Corporate/Pressroom/Santander-News/2017/07/13/Santander-announces-a-commercial-action-for-retail-customers-affected-by-the-resolution-of-Banco-Popular.html](http://www.santander.com/cs/gcs/Satellite?CFWCSancomQP01/en_GB/Corporate/Pressroom/Santander-News/2017/07/13/Santander-announces-a-commercial-action-for-retail-customers-affected-by-the-resolution-of-Banco-Popular.html)

124 Santander concludes 7.072 billion euros rights issue with investor demand amounting to more than eight times the number of new shares offered. Comunicato stampa di Santander del 26 luglio 2017. Cfr. [http://www.santander.com/cs/gcs/Satellite?appId=santander.wc.CFWCSancomQP01&tc=GSNoticia&canal=CSCORP&cid=1278718425068&empr=CFWCSancomQP01&leng=en\\_GB&pagename=CFWCSancomQP01%2FISBPageConfig%2FCFWCSancomQP01\\_Page\\_contenedoraCabecera&wpid=1278712308030](http://www.santander.com/cs/gcs/Satellite?appId=santander.wc.CFWCSancomQP01&tc=GSNoticia&canal=CSCORP&cid=1278718425068&empr=CFWCSancomQP01&leng=en_GB&pagename=CFWCSancomQP01%2FISBPageConfig%2FCFWCSancomQP01_Page_contenedoraCabecera&wpid=1278712308030).

125 Questo è quanto dichiarato da Valdis Dombrovskis, vicepresidente della Commissione europea responsabile per l'euro e il dialogo sociale. Anche responsabile per la stabilità finanziaria. Cfr. Financial Times 8 giugno 2017, <https://www.ft.com/content/6577b696-b950-3a0b-a9bf-d0c429658cbb>.

costituiranno tuttavia una prova decisiva per la robustezza degli strumenti di risoluzione. È troppo presto per dire se i clienti *retail* che lo chiederanno otterranno l'annullamento dei contratti di vendita degli strumenti di classe 2 (Tier 2)<sup>127</sup> o delle azioni. Tuttavia, che in tale contesto apparentemente esemplare l'acquirente si appresti a pagare miliardi agli azionisti interessati dal *bail-in* può suggerire che, per legge o per pura e semplice volontà, gli investimenti nel capitale delle banche o nel MREL non siano adatti agli investitori ordinari. *Pertanto, l'eventuale mancanza di sfumature nell'approccio alla questione rischia di fondere la complessità associata al MREL, per la sua natura convertibile, subordinata o non privilegiata, con la complessità associata ai capricci dell'attività bancaria come fonte di inadeguatezza per gli investitori ordinari.*

## 7 Le sfide che ci attendono

Veniamo alla conclusione delle nostre riflessioni. Il quadro della risoluzione bancaria implica un'interazione estremamente complessa tra gli obiettivi di stabilità finanziaria e la tutela dei consumatori e richiede pertanto un'adeguata calibrazione delle salvaguardie. Si accoglie quindi con favore l'approccio flessibile finora adottato dalla Commissione europea, dall'EBA e dall'SRB per la transizione verso i requisiti MREL ai sensi della BRRD. Come affermato dall'SRB nel documento sull'approccio al MREL del 2016, *"il MREL non è un comune standard normativo quanto piuttosto uno strumento del Pilastro 2, trainato dai profili di rischio e di risolvibilità dei singoli enti"*. Se deve essere specifico per il singolo ente (articolo 4 del Regolamento delegato), è probabilmente il campo della regolamentazione prudenziale che maggiormente garantisce la calibrazione individuale e rende necessario il ricorso ai principi generali di proporzionalità, sussidiarietà e diversità. Le prove aneddotiche mostrano i travagli che risultano dall'impatto delle "micro-questioni" sul "macro-livello" e viceversa. Se non si coglie tale collegamento, il sistema giuridico stesso finirà con l'esacerbare anziché prevenire il conflitto tra gli obiettivi di stabilità finanziaria e le necessità di tutela del consumatore.

In quest'ottica argomentiamo che, sebbene il quadro politico generale sviluppato dall'EBA e dalla Commissione europea sul MREL appaia finora convincente, il gradualismo insito nella nuova normativa andrebbe colto come l'opportunità di adottare, nella determinazione di requisiti MREL individuali e nella vendita di titoli MREL, un approccio basato su un ampio ricorso alla proporzionalità. Proponiamo tre

126 Gli scettici si sono limitati ad affermare che è presto per giungere a conclusioni su alcune questioni, e che il caso di Banco Popular potrebbe non essere adeguato a che se ne traggano lezioni sufficienti per istituti più grandi e più complessi. Cfr. p.e. J.H. Binder, *Wunderkind is Walking? The Resolution of Banco Popular as a First Test for the Single Resolution Mechanism*, in *Oxford Law Blog*, 14 giugno 2017, <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/06/wunderkind-walking-resolution-banco-popular-first-test-single>.

127 Alcuni tribunali di primo grado si sono già espressi sulla nullità dei contratti di vendita di obbligazioni convertibili, come per esempio il Juzgado n. 8 di Barcellona. Cfr. 'Popular deberá devolver a un cliente 100.000 euros invertidos en bonos convertibles', ABC 7 luglio 2017, [http://www.abc.es/economia/abci-popular-debera-devolver-cliente-100000-euros-invertidos-cocos-201707071703\\_noticia.html](http://www.abc.es/economia/abci-popular-debera-devolver-cliente-100000-euros-invertidos-cocos-201707071703_noticia.html), ultimo accesso 30 agosto 2017. Poiché la controversia è precedente a queste azioni, bisogna attendere gli sviluppi.

domande che illustrano la nostra visione delle sfide che ci attendono e su come vadano affrontate.

a) Innanzitutto, i requisiti MREL dovrebbero computarsi considerando non solo la strategia di risoluzione scelta nel piano di risoluzione, ma anche la *probabilità* che tale strategia sia effettivamente implementata prevalendo sulle alternative disponibili? In altre parole, le norme MREL adottano un approccio meccanicistico che prevede che si scelga una strategia di risoluzione, si proceda alle necessarie regolazioni, anche del livello del MREL, e che poi, una volta raggiunto il PONV, si implementi tale strategia e le autorità mantengano la rotta, quale che sia. Tuttavia, la realtà ha il vizio d'imporsi e, in alcuni casi, il corso d'azione fattibile e auspicabile per la banca che raggiunga il proprio PONV può rivelarsi diverso da quello originariamente previsto nel piano di risoluzione. Ciò può creare problemi con le norme esistenti, come nel caso dell'articolo 2, comma 2 del Regolamento delegato n. 1450/2016, che recita:

«Se dalla valutazione della possibilità di risoluzione emerge che la liquidazione dell'ente con procedura ordinaria di insolvenza è fattibile e credibile, l'importo della ricapitalizzazione è pari a zero, a meno che l'autorità di risoluzione decida che è necessario un importo positivo considerando che la liquidazione non permetterebbe di conseguire gli obiettivi della risoluzione nella stessa misura consentita da una strategia di risoluzione alternativa».

Il problema risiede nel coordinare la valutazione della possibilità di risoluzione *ex ante* ai sensi dell'articolo 2, comma 2, con la pianificazione della risoluzione, con la valutazione *ex post* della soddisfazione delle condizioni di risoluzione al PONV. Nel valutare *ex ante* la possibilità di risoluzione, l'SRB deve prima determinare se la liquidazione per insolvenza sia fattibile e credibile, e in secondo luogo se essa consenta di conseguire gli obiettivi di risoluzione meglio di eventuali strategie alternative.

La valutazione *ex post* delle condizioni di risoluzione comporta in particolare che si verifichi la soddisfazione del criterio dell'interesse pubblico, e poiché questo può farsi solo al PONV, sorge un primo problema.

Pertanto, qualora la pianificazione *ex ante* ritenga la liquidazione meno fattibile e credibile rispetto alla risoluzione, ma in sede di valutazione *ex post* l'SRB determini l'inapplicabilità della risoluzione, sorge la questione se l'SRB possa e debba procedervi e, in caso, come debba farlo. Se l'SRB può procedere, dovrebbe anche godere di un certo margine di manovra per una regolazione dinamica della sua strategia di gestione della crisi al PONV.

Il rischio, tuttavia, è che si abbia così una regolazione unilaterale, cioè che si possa passare dalla risoluzione prevista dal piano alla liquidazione al PONV senza che sia possibile il contrario: se la valutazione di cui all'articolo 2, comma 2 stabilisse che l'importo della ricapitalizzazione debba essere zero, ciò in linea di massima escluderebbe una successiva decisione di risoluzione dell'istituto di credito, poiché manche-

rebbe la capacità di ricapitalizzazione. Il secondo problema è pertanto se la determinazione del MREL debba anche riflettere proporzionalmente la probabilità di un cambiamento d'approccio da parte dell'autorità di risoluzione, per esempio prevedendo una capacità di ricapitalizzazione anche quando si scelga la strategia della liquidazione.

Cosa più importante, riteniamo, è che quando l'SRB stabilisca che una banca debba essere sottoposta non a risoluzione bensì alla procedura di insolvenza nazionale, l'esercizio del MREL non dovrebbe considerarsi concluso, bensì si dovrebbe procedere al MREL a livello nazionale. Allorquando si dovesse escludere la risoluzione ai sensi della BRRD e del Regolamento UE n. 806/2014, troverebbe infatti applicazione la legislazione nazionale in materia di insolvenza (per le banche), e potrebbero essere necessari l'assorbimento delle perdite e una capacità di ricapitalizzazione.

È facile prevedere tale necessità quando la svalutazione e la conversione delle passività ammissibili al *bail-in* siano preliminari necessari a una cessione parziale o totale, per dare al potenziale acquirente un cuscinetto di capitale che mitighi le sue preoccupazioni, per meglio tutelare i depositanti e per evitare gravi perturbamenti a livello statale. In tal caso, le autorità di risoluzione competenti dovrebbero definire dei requisiti assimilabili al MREL a un livello che consenta di procedere in modo agevole al trasferimento ai sensi della legislazione nazionale. Tali requisiti sarebbero analoghi al MREL o ad esso ispirati e non veri e propri MREL, perché non rientrerebbero nel campo di applicazione della BRRD, il cui articolo 45 circoscrive il MREL alla risoluzione e al fine di rendere possibile l'applicazione dello strumento di *bail-in*.

Analogamente, i requisiti assimilabili al MREL non sarebbero di competenza dell'SRB, tuttavia potrebbero ancora acquisire rilevanza significativa nell'Unione bancaria se l'approccio utilizzato dall'SRB nei casi Banca Popolare di Vicenza e Veneto Banca assurgesse ad una vera e propria politica. In proposito l'SRB ha chiarito che le banche rilevanti vigilate dalla BCE e di sua competenza ai sensi del Regolamento SRM non sono ammissibili a risoluzione perché il criterio del pubblico interesse di cui all'articolo 35, commi 1 e 5 della BRRD e al Regolamento SRM in linea di principio giustifica la risoluzione solo per banche altamente interconnesse operanti su scala paneuropea. Ciò non significa necessariamente che in futuro le banche di livello primariamente nazionale non saranno suscettibili di risoluzione: sarebbe una conclusione prematura, come dimostrato dalla risoluzione del Banco Popolare.

Cionondimeno, se la risoluzione diverrà un esito possibile ma non prevalente, la legislazione nazionale e le autorità di risoluzione nazionali dovranno raccogliere il testimone. In tal modo, l'orientamento principale non sarà dato dalla BRRD, bensì dalla Comunicazione sul settore bancario del 2013 e dagli obiettivi per determinare la misura d'applicazione della condivisione degli oneri in una liquidazione ordinata e il livello delle passività assimilabili al MREL a questo scopo.

Se i requisiti assimilabili al MREL non sono solo norme applicabili alle risoluzioni che soddisfano il criterio del pubblico interesse, ma anche principi di base in caso di insolvenza bancaria ai sensi della legislazione nazionale, si avrà maggiore

certezza e si ridurrà la possibilità di arbitraggio regolamentare. Potendo contare su uno standard di livello comunitario come modello per i requisiti, sarà più difficile esercitare pressioni sulle autorità nazionali per una maggior permissività. Tuttavia, se prevarrà un movimento che renda gli approcci nazionali più coerenti con l'approccio comunitario, esso dovrà accompagnarsi da un movimento parallelo che renda quest'ultimo più flessibile.

b) Secondo: nella progettazione di adeguati periodi di transizione per la determinazione delle necessità del singolo paese, le autorità di risoluzione possono/devono tener conto dei fattori specifici di tale paese?

Tali periodi di transizione sono disciplinati dall' articolo 8 del Regolamento delegato n. 1450/2016. Sembra vi siano letture diverse dell'espressione "il più breve possibile" da parte delle diverse autorità di risoluzione. La Bank of England, per esempio, nel proprio Policy Statement del 2016<sup>128</sup> ha adottato un approccio graduale, che dal nostro punto di vista offre un buon esempio di attuazione proporzionale:

«La Banca ha stabilito che il periodo transitorio per soddisfare i requisiti MREL dello stato finale debba essere prorogato di due anni, fino al 1° gennaio 2022. La Banca definirà MREL transitori diversi per le banche di rilevanza sistemica globale (G-SIB), le banche di rilevanza sistemica nazionale (D-SIB) (3) e gli altri enti sottoposti a una strategia di *bail-in* o a una strategia di risoluzione con cessione parziale».

A differenza della Bank of England, l'SRB non ha ancora fissato la durata dei periodi transitori, anche se pare vi sia l'idea che il requisito della massima brevità possibile invochi un'implementazione più rapida rispetto a quanto previsto nel Regno Unito. Ciononostante l'SRB nel documento sull'approccio al MREL del 2016 mostra un condivisibile atteggiamento positivo verso un approccio flessibile, rilevando che<sup>129</sup>

«è necessario un periodo transitorio per garantire la credibilità del quadro di risoluzione, dando agli enti il tempo di costruire la necessaria capacità di assorbimento delle perdite. L'SRB valuterà attentamente l'impatto della metodologia proposta sui mercati, sia a livello dell'Unione bancaria sia a livello dello Stato Membro partecipante, affrontando non solo le questioni relative alla capacità del mercato ma quelle riguardanti l'accesso al mercato. Inoltre, l'SRB analizzerà la possibilità di concedere periodi transitori nel rispetto del quantum degli strumenti MREL necessari ma anche la loro qualità, per esempio la subordinazione».

I periodi transitori dovrebbero essere impostati adottando corridoi flessibili e con calibrature che possano essere non solo specifiche per l'ente ma anche per il

128 Bank of England, *The Bank of England's approach to setting a minimum requirement for own funds and eligible liabilities (MREL)*, Responses to Consultation and Statement of Policy, novembre 2016, p. 7.

129 Single Resolution Board (SRB), *MREL: Approach taken in 2016 and next steps*, 2016, p. 25.

paese. La proporzionalità rende possibile la coesistenza nell'Unione bancaria di requisiti armonizzati, con un approccio flessibile.

Procediamo con un semplice esempio. Se le banche a rilevanza sistemica a livello globale (G-SIB) hanno un accesso ai mercati di capitale internazionali per il collocamento dei propri strumenti MREL/TLAC rispetto agli altri enti a rilevanza sistemica (O-SII), le G-SIB devono essere chiamate al *phase-in* il prima possibile e agli O-SII deve concedersi un periodo di grazia più lungo, come anticipato nel documento del 2016 sull'approccio al MREL dell'SRB. Il *phase-in* potrebbe essere ulteriormente calibrato in considerazione di circostanze specifiche, fino al termine ultimo del corridoio. Le circostanze specifiche possono consistere in scenari macroeconomici avversi che soffocano la domanda interna di strumenti MREL e ostacolano l'accesso ai mercati di capitale internazionali, anche quando siano specifiche di un singolo paese, a condizione che le autorità di vigilanza e le autorità di risoluzione riconoscano la presenza di tali circostanze e che la flessibilità necessaria a un *phase-in* graduale sia giustificata dalla necessità di evitare turbative nel settore bancario e nei mercati di capitale. Diversamente, la conformità al MREL potrà conseguirsi solo a scapito della tutela dei consumatori, con pericolosi effetti di retroazione.

In un documento precedente, due degli autori del presente studio hanno già trattato dell'idea di una calibrazione eccezionale di alcuni requisiti prudenziali o di risoluzione sotto l'egida del principio di proporzionalità.<sup>130</sup> Sebbene sollevare tale questione significhi infilarsi in un ginepraio, in questo contesto potrebbe applicarsi la visione secondo cui, da un punto di vista macroeconomico, i requisiti in materia di capitale debbano essere anticiclici, "rigidi durante un boom del credito e più rilassati durante una crisi"<sup>131</sup>.

Il MREL è una buona misura, con effetti anticiclici per impedire il crollo finanziario.<sup>132</sup> Tuttavia, se si procede precipitosamente senza considerare debitamente la situazione del mercato cui si applica il MREL, si possono avere effetti di retroazione con conseguente inefficacia del MREL. La Corte di Giustizia europea, nel caso *Gauweiler*, ha affermato l'ammissibilità di un trattamento differenziato per singolo Stato Membro anche per quanto concerne la politica monetaria *unica*, poiché le differenze nel canale di trasmissione della politica monetaria possono determinare effetti diversi del provvedimento nei diversi mercati. Anche se i requisiti normativi sono diversi, dal punto di vista giuridico sarebbe più facile giustificare un approccio differenziato quando questo sia limitato alla fase transitoria, fino al conseguimento del MREL, con adeguati controlli, e quando la legge contempli espressamente dei meccanismi volti a garantire la flessibilità, lasciando ampia discrezionalità alle autorità.

130 M. Lamandini, D. Ramos, *Proportionality of the Single Rule Book and the Debate on Regulatory Simplification and Diversification*, International Conference on Proportionality in Banking, Central Bank of Greece, Athens, 13 febbraio 2017 (accessibile dal sito internet di EBI).

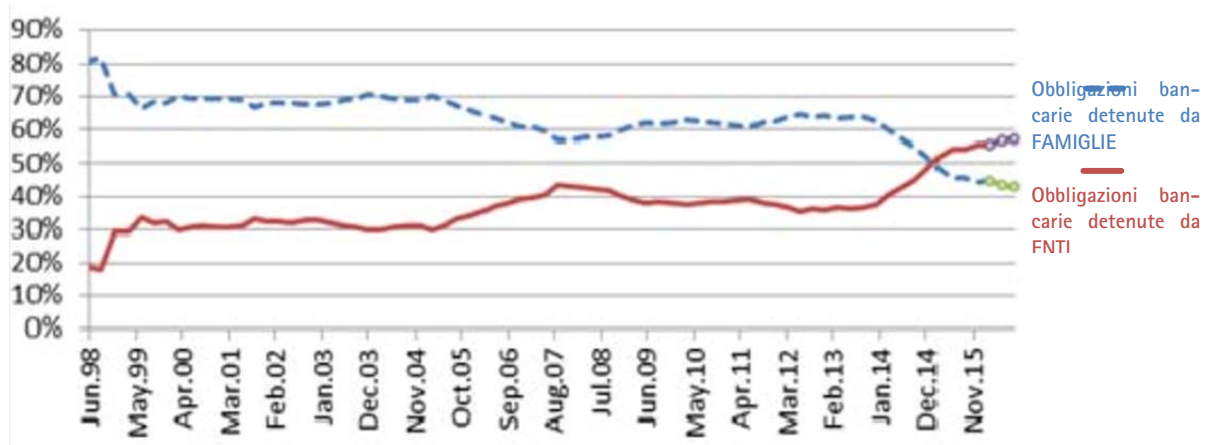
131 M. Brunnermeier, A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud, H. Shin, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, (ICMB/CEPR: Londra, 2009), p. 29.

132 A. Maddaloni, A. Scopelliti, *Rules and Discretion(s) in Prudential Regulation and Supervision: Evidence from EU Banks in the Run-Up of the Crisis*, Working Paper, luglio 2016 (rileva che le banche costituite in paesi con una normativa prudenziale meno severa erano quelle con maggior probabilità di ricorrere al sostegno del governo).

c) Terzo: a chi si possono vendere i titoli MREL? La risposta a questa domanda deve conciliare i requisiti prudenziali e quelli di tutela degli investitori. Tenuto conto dalle pregresse esperienze spagnole e italiane, è attualmente difficile pensare a un modo sicuro in cui una banca possa vendere ai propri clienti *retail* uno strumento di condivisione degli oneri senza esposizione a passività importanti o, in alternativa, trasformando il processo di marketing in una serie di infausti avvertimenti. Non siamo pienamente convinti che ciò sia proporzionato, e il risultato di certo non lo è: è difficile infatti in queste circostanze immaginare una distribuzione massiva di titoli MREL agli investitori ordinari in Spagna o in Italia, per non parlare di Cipro o della Grecia. A sua volta, l'articolo 44 comma 2 della BRRD e le raccomandazioni dell'EBA limitano necessariamente le partecipazioni incrociate in titoli MREL tra gli istituti di credito, per evitare il contagio; ciò indica i fondi di investimento come gli unici possibili acquirenti. A sua volta ciò aumenterà il divario tra le G-SIB, che possono comodamente accedere ai mercati di capitale internazionali, come mostrato dagli aumenti di capitale di Unicredit e Deutsche Bank nel 2017, e gli O-SII, per non parlare delle banche piccole e medie, prive di tale accesso. Il corretto collocamento di molteplici e massive emissioni di strumenti MREL in un breve lasso di tempo si rivelerà un compito titanico.

La figura 14 mostra le differenze tra le dinamiche delle partecipazioni obbligazionarie ordinarie e quelle istituzionali e illustra in particolare l'attuale ripartizione percentuale delle partecipazioni obbligazionarie tra famiglie ed enti. Si noti che la domanda di obbligazioni bancarie è aumentata fino a fine 2004 (con un picco di partecipazioni familiari prossimo al 12% del passivo totale), per poi decrescere a partire dal 2005. Il calo osservato nei primi nove mesi del 2016 ammonta a oltre 35 miliardi di euro.

Figura 14 - Obbligazioni bancarie per tipo di obbligazionista

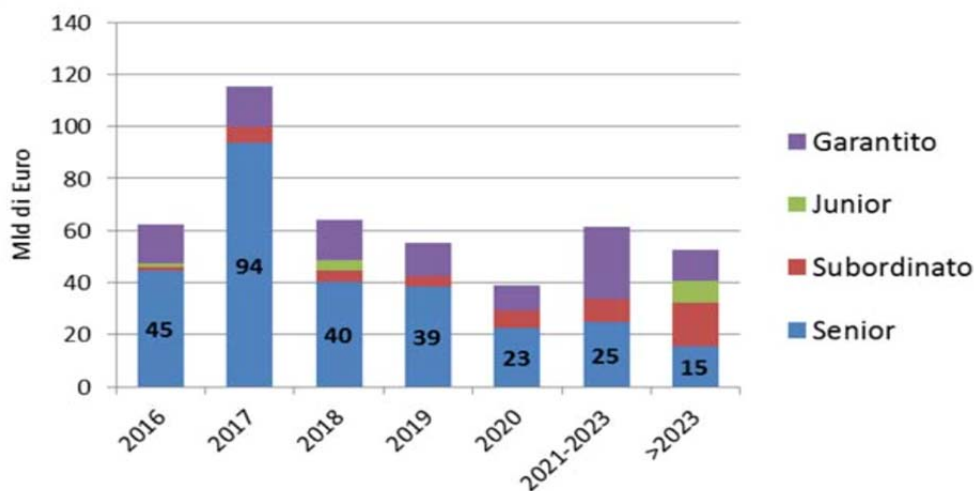


Fonte: AIAF, CFA Society Italy, BRRD e Bail-in. Implicazioni per l'analisi del settore finanziario e la tutela dell'investitore, 2017, p. 55.



La figura 15 mostra che una quota significativa delle obbligazioni bancarie esistenti sta per giungere a scadenza e per esse non si procederà al roll-over.

**Figura 15 – Scadenze obbligazionarie delle maggiori banche italiane al 30 aprile 2016**  
(dati in mld di euro)



Fonte: AIAF, CFA Society Italy, BRRD e Bail-in. Implicazioni per l'analisi del settore finanziario e la tutela dell'investitore, 2017, p. 60.

In una tale situazione si dubita che i fondi di investimento possano mostrare un appetito sufficiente ad assorbire un'offerta così massiva di titoli MREL, salvo che non intervengano adeguamenti normativi strutturali a modificare le norme in materia di diversificazione del portafoglio. Una tale modifica all'assetto del mercato sarebbe tuttavia inopportuna e potrebbe portare a effetti di retroazione non prevedibili. Inoltre, il successo dell'attuale approccio poggia su presupposti che non sono stati verificati, per esempio, una massiccia distribuzione di titoli MREL potrebbe costituire una fonte di instabilità endogena, esacerbando gli effetti di gregge tra gli investitori istituzionali; gli investitori ordinari che investono in organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) potrebbero essere esposti ai rischi dei titoli MREL se gli intermediari professionali inserissero titoli MREL nei loro portafogli; infine, mancano efficaci strategie di schermatura dei rischi. Mancando dette strategie, l'intento di tenere di fatto gli investitori ordinari lontano dai titoli MREL si rivelerà illusorio, oltre che controproducente in termini di rischio di dispersione e di assorbimento, se alle percezioni del rischio associato a questi strumenti gli investitori istituzionali reagiranno, come fanno normalmente, in modo più rapido e pro-ciclico.

Questo problema apparentemente irrisolvibile va affrontato se si vogliono soddisfare in modo sicuro, nel prossimo futuro, i bisogni di finanziamento del MREL. Per una volta, quando applicata agli strumenti MREL, la proporzionalità, nonostante la sua natura aperta, potrà invocare norme specifiche e chiare sulla distribuzione degli strumenti. Diversamente, le banche potranno trovarsi intrappolate tra norme aperte in materia di risolvibilità, da un lato, e la tutela dei consumatori, dall'altro, con il risultato che potranno trovarsi a dover collocare volumi massivi di titoli senza un

pubblico presso cui piazzarli, oppure dovranno distribuirli al pubblico esponendosi al rischio della sua indignazione in caso di crollo dei titoli.

Certamente occorre migliorare le norme in materia di distribuzione così come la formazione dei dipendenti, ma alla luce di un'idea più chiara di che cosa sia un buon processo di *marketing* e di come esso si debba tradurre in comunicazioni e avvertenze specifiche adeguatamente comprensibili da parte del cliente, che lascino la banca e i suoi dipendenti con la coscienza a posto.

## Riferimenti bibliografici

- AIAF, CFA Society Italy (2017), BRRD e Bail-in. Implicazioni per l'analisi del settore finanziario e la tutela dell'investitore.
- F. Annunziata (1999), Art. 94 e Art. 100, in La disciplina delle società quotate, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, I, Milano.
- E. Avgouleas - C. Goodhart (2015), Critical Reflections on Bank Bail-ins, Journal of Financial Regulation, 1, p. 3-29.
- Bank of England (2016), The Bank of England's approach to setting a minimum requirement for own funds and eligible liabilities (MREL). Responses to Consultation and Statement of Policy, disponibile su <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Documents/resolution/mrelpolicy2016.pdf>
- Basel Committee on Banking Supervision (2015), Guidelines for identifying and dealing with weak banks.
- B. Bernanke (2016), Ending "too big to fail": What's the right approach?, Brookings Institution's Blog.
- J. Black - R. Nobels (1998), "Personal pension misselling: the causes and lessons of regulatory failure", The modern Law Review, 61 (6), pp. 789-820.
- M. Brunnermeier - A. Crockett - C. Goodhart - A. Persaud - H. Shin (2009), The Fundamental Principles of Financial Regulation, ICMB/CEPR, Londra.
- G. Cannizzaro (1998), Sub art. 100, Testo unico della intermediazione mobiliare, a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano.
- Consob (1998), Lavori preparatori per il testo Unico della Finanza - Servizi e strumenti di impiego del risparmio, Quaderni di finanza, n. 28.
- O. De Bandt - P. Hartmann (2002), Systemic Risk in Banking: A Survey, in C. Goodhart, G. Illing, Financial Crisis, Contagion, and the Lender of Last Resort, Oxford University Press.
- EBA (2016), Final Report on MREL, Report on the implementation and design of the MREL framework, EBA-Op-2016-21.
- EBA (2017), Final Guidelines concerning the interrelationship between the BRRD sequence of writedown and conversion and CRR/CRD.

- G. Ferrarini (1993), Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa, in Trattato delle società per azioni, a cura di G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, Vol 10 \*\*.
- A. Gardella (2015), Bail-in and the Two Dimensions of Burden-Sharing, ECB Legal Conference of 2 November 2015.
- M. Götz - T.Tröger (2016), Should the marketing of subordinated debt be restricted/different in one way or the other? What to do in the case of mis-selling?, SAFE White Paper No. 35.
- M. Götz - J.P.Krahen - T. Tröger (2017), The Looming Risks for Banking Policy in the Rescue of Monte Paschi di Siena, SAFE Policy Letter No. 54.
- C. Goodhart (2008), Liquidity risk management, Financial Stability Review – Special Issue: Liquidity.
- C. Goodhart - R. Lastra (2017), Populism and Central Bank Independence, LSE Research, disponibile su [http://eprints.lse.ac.uk/83164/1/Goodhart%20et%20al.\\_Populism%20and%20Central%20Bank%20Independence.pdf](http://eprints.lse.ac.uk/83164/1/Goodhart%20et%20al._Populism%20and%20Central%20Bank%20Independence.pdf)
- G. Guizzi (2015), Il bail-in nel nuovo sistema di risoluzione delle crisi bancarie. Quale lezione da Vienna?, Il Corriere Giuridico, 32(12), p. 1485-1494.
- C. Hadjiemmanuil (2017), Monte dei Paschi: a Test for the European Policy Against Bank Bailouts, Oxford Business Law Blog, 2 maggio 2017.
- C. Hadjiemmanuil (2016), Limits on State-funded Bailouts in the EU Bank Resolution Regime, European Economy, Banks, Regulation and the Real Sector, 2.
- ICLEG (2016), Report on the recognition of the interest of the group, disponibile su [http://ec.europa.eu/justice/civil/files/company-law/icleg\\_recommendations\\_interest\\_group\\_final\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/justice/civil/files/company-law/icleg_recommendations_interest_group_final_en.pdf)
- Joint Committee of the European Supervisory Authorities (2014), Placement of financial instruments with depositors, retail investors and policy holders ("self placement"), JC 2014 62.
- M. Lamandini - D. Ramos Muñoz (2016), EU Financial Law. An Introduction, Wolters Kluwer.
- A. Maddaloni - A. Scopelliti (2016), Rules and Discretion(s) in Prudential Regulation and Supervision: Evidence from EU Banks in the Run-Up of the Crisis, Working Paper, Società Italiana degli Economisti - Italian Economic Association.
- S. Micossi - G. Bruzzone - M. Cassella (2016), Fine-Tuning the Use of Bail-in to Promote a Stronger EU Financial System, CEPS Special Report No 136.
- M.S. Nuzzo, Sub art. 100, in Il testo Unico della finanza, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino.
- A.D. Persaud (2014), Why Bail-in Securities are Fool's Gold, Peterson Institute for International Economics Policy Brief, PB14-23.

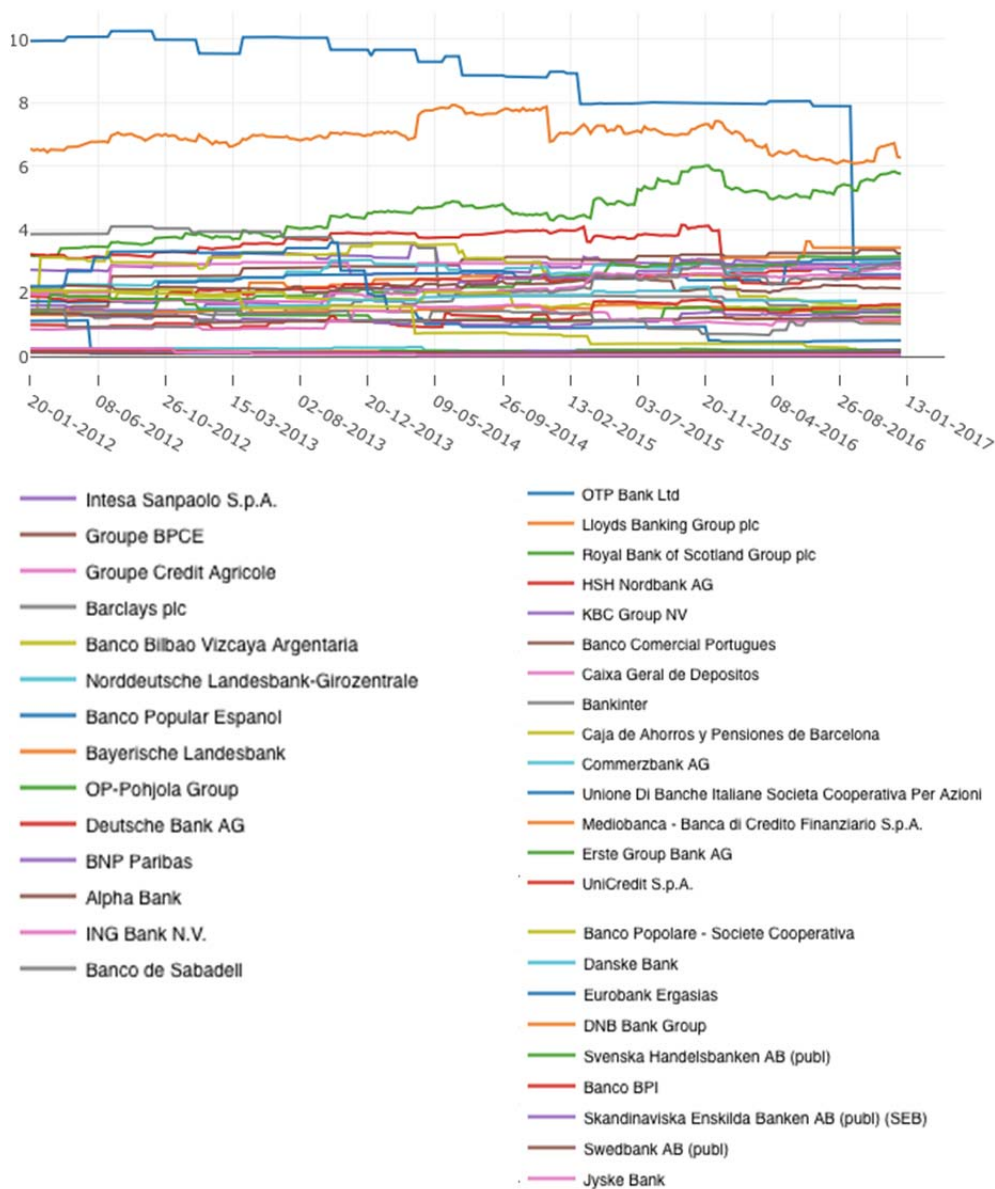
- S. Providenti (1998), Appello al pubblico risparmio, in Il testo unico dei mercati finanziari, a cura di L. Lacaïta, V. Napoleoni e A. Nappi, Milano.
- D. Ramos Muñoz (2012), Las participaciones preferentes y su contexto: resolviendo el sudoku, Diario La Ley N° 7970, Tribuna 22.
- SRB (2016), MREL: Approach taken in 2016 and next steps, disponibile su [https://srb.europa.eu/sites/srbsite/files/srb\\_mrel\\_approach\\_2016\\_post\\_final.pdf](https://srb.europa.eu/sites/srbsite/files/srb_mrel_approach_2016_post_final.pdf)
- World Bank Group (2017), Understanding Bank Recovery and Resolution in the EU: a Guidebook to the BRRD.



## Appendice

Il grafico seguente mostra l'evoluzione del debito subordinato di pubblica emissione delle banche europee:

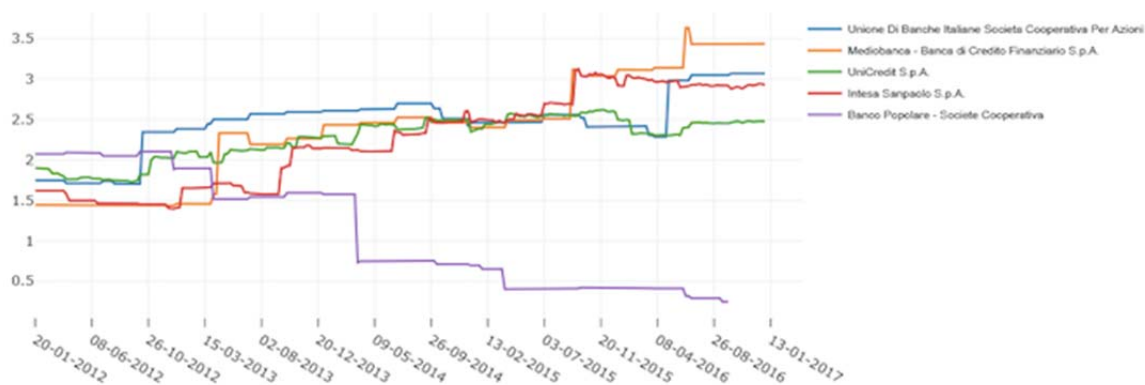
Figura A - Debito subordinato delle banche europee come percentuale del passivo totale



Fonte: SAFE, Bail-in Tracker, <http://www.bail-in-tracker.eu/bail-in-tracker.html>.



Figura B - Debito subordinato delle banche europee come percentuale del passivo totale (Italia)



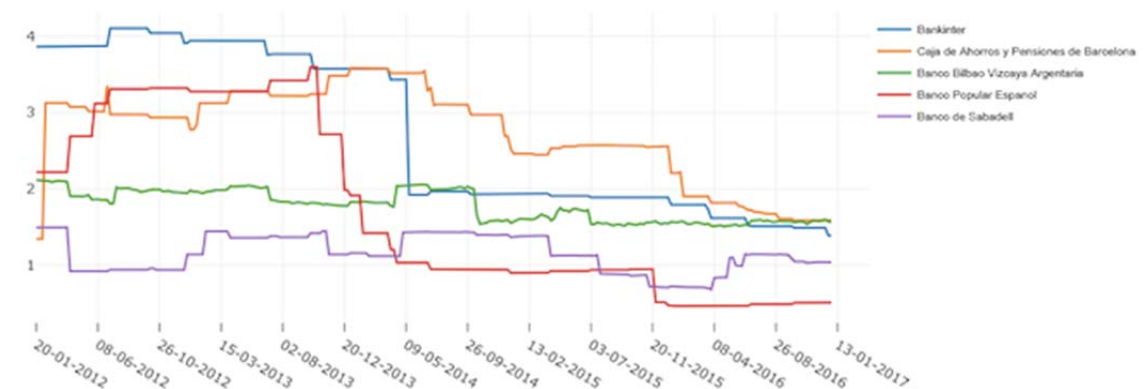
Fonte: SAFE, Bail-in Tracker, <http://www.bail-in-tracker.eu/bail-in-tracker.html>.

Figura C - Debito subordinato delle banche europee come percentuale del passivo totale (Francia)



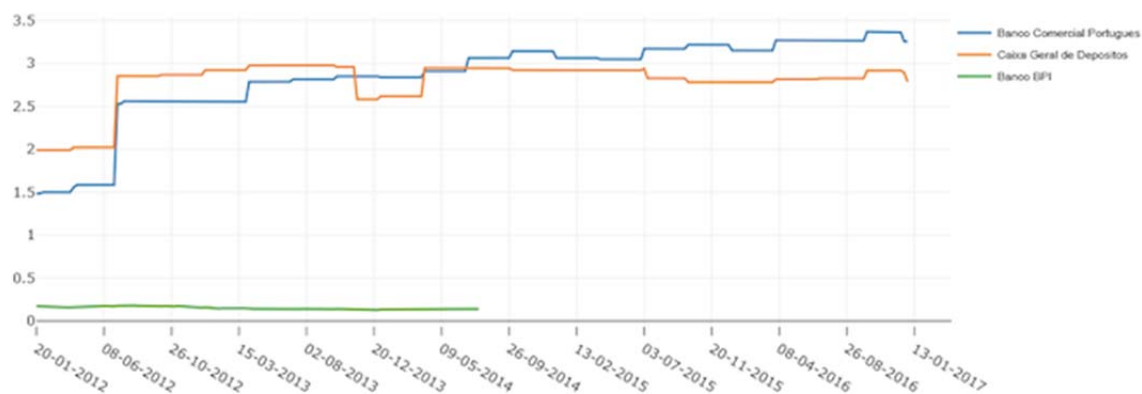
Fonte: SAFE, Bail-in Tracker, <http://www.bail-in-tracker.eu/bail-in-tracker.html>.

Figura D - Debito subordinato delle banche europee come percentuale del passivo totale (Spagna)



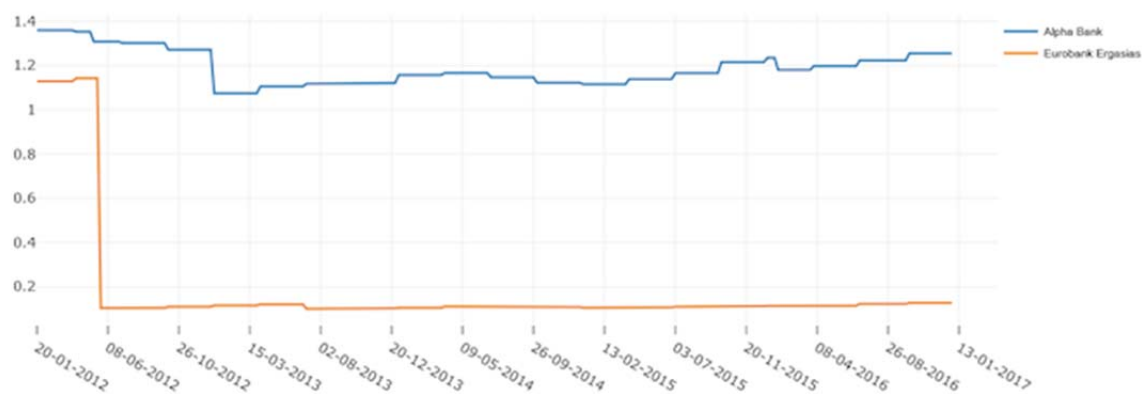
Fonte: SAFE, Bail-in Tracker, <http://www.bail-in-tracker.eu/bail-in-tracker.html>.

Figura E - Debito subordinato delle banche europee come percentuale del passivo totale (Portogallo)



Fonte: SAFE, Bail-in Tracker, <http://www.bail-in-tracker.eu/bail-in-tracker.html>.

La Figura F - Debito subordinato delle banche europee come percentuale del passivo totale (Grecia)



Fonte: SAFE, Bail-in Tracker, <http://www.bail-in-tracker.eu/bail-in-tracker.html>.